

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DIREITO
CURSO DE GRADUAÇÃO EM DIREITO

Ana Paula Roberti Cristofolini

**O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO AO
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM OPERAÇÕES DE
*VENTURE CAPITAL***

Florianópolis

2020

Ana Paula Roberti Cristofolini

**O ACORDO DE ACIONISTAS COMO INSTRUMENTO DE PROTEÇÃO AO
FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM OPERAÇÕES DE
*VENTURE CAPITAL***

Trabalho Conclusão do Curso de Graduação em Direito
do Centro de Ciências Jurídicas da Universidade Federal
de Santa Catarina como requisito para a obtenção do
título de Bacharela em Direito.
Orientador: Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi.

Florianópolis

2020



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO**

CAMPUS UNIVERSITÁRIO REITOR JOÃO DAVID FERREIRA LIMA - TRINDADE

CEP: 88040-900 - FLORIANÓPOLIS - SC

TELEFONE (048) 3721-9292 - FAX (048) 3721-9815

E-mail: ccgd@ccj.ufsc.br

TERMO DE APROVAÇÃO DE TCC

O presente Trabalho de Conclusão de Curso, intitulado “*O acordo de acionistas como instrumento de proteção ao Fundo de Investimento em Participações em operações de Venture Capital*”, elaborado pela acadêmica Ana Paula Roberti Cristofolini, defendido nesta data e aprovado pela Banca Examinadora composta pelos membros abaixo assinados, obteve aprovação com nota 10 (dez), cumprindo o requisito legal previsto no art. 10 da Resolução nº 09/2004/CES/CNE, regulamentado pela Universidade Federal de Santa Catarina, através da Resolução nº 01/CCGD/CCJ/2014.

Florianópolis, 10 de dezembro de 2020.



Documento assinado digitalmente

André Lipp Pinto Basto Lupi
Data: 14/12/2020 14:38:32-0300
CPF: 910.392.409-25

Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi

Orientador



Documento assinado digitalmente

Rodrigo Junqueira Bertoncini
Data: 14/12/2020 15:18:43-0300
CPF: 074.433.559-04

Prof. Me. Rodrigo Junqueira Bertoncini

Avaliador



Documento assinado digitalmente

Roberto Nasato Kaestner
Data: 15/12/2020 10:52:56-0300
CPF: 009.960.599-62

Roberto Nasato Kaestner

Avaliador



SERVIÇO PÚBLICO FEDERAL
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
COORDENADORIA DO CURSO DE DIREITO
CAMPUS UNIVERSITÁRIO REITOR JOÃO DAVID FERREIRA LIMA - TRINDADE
CEP: 88040-900 - FLORIANÓPOLIS - SC
TELEFONE (048) 3721-9292 - FAX (048) 3721-9815
E-mail: ccgd@ccj.ufsc.br

**TERMO DE RESPONSABILIDADE PELO INEDITISMO DO TCC E
ORIENTAÇÃO IDEOLÓGICA**

Aluna: **Ana Paula Roberti Cristofolini**

RG: **5.169.946 SSP-SC**

CPF: **090.308.399-02**

Matrícula: **14204390**

Título do TCC: **O acordo de acionistas como instrumento de proteção ao Fundo de Investimento em Participações em operações de *Venture Capital*.**

Orientador: **Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi**

Eu, **Ana Paula Roberti Cristofolini**, acima qualificada, venho, pelo presente termo, assumir integral responsabilidade pela originalidade e conteúdo ideológico apresentado no TCC de minha autoria, acima referido.

Florianópolis, SC, 10 de dezembro de 2020.

Ana Paula Roberti Cristofolini

*“Todos esses aí estão
Atravancando meu caminho,
Eles passarão...
Eu passarinho!”*
Mário Quintana

AGRADECIMENTOS

A experiência de finalizar a Graduação e escrever e apresentar o Trabalho de Conclusão de Curso é, por natureza, um turbilhão de emoções. Por ter acompanhado boa parte dos meu grupo de amigos passando pela mesma situação, eu já esperava a mistura de felicidade e ansiedade que é tradicional desta fase.

Acontece que eu não esperava – e ninguém nem poderia – que fosse passar por tudo isso em meio a uma pandemia global, em isolamento social, distante da maior parte das pessoas que eu amo e realizando as minhas atividades de maneira virtual (inclusive a apresentação deste trabalho).

Neste momento sensível, meu círculo familiar e social foi essencial, seja de maneira presencial ou virtual. Assim, eu gostaria de expressar meus mais sinceros agradecimentos:

Aos meus pais, Ademir e Sueli, que sempre foram e seguem sendo a minha base e meu porto seguro. Muito obrigada por entenderem a inquietude dentro de mim e me incentivarem a voar.

À minha irmã, Heloísa, por ser exemplo, todos os dias, de que existem pessoas e corações bons no mundo.

Aos meus amigos da Universidade Federal de Santa Catarina, que vivenciaram comigo os melhores e piores momentos que a vida universitária tem a oferecer e deram à Florianópolis sentimento permanente de casa.

Aos meus amigos de Blumenau, por me mostrarem que, a despeito de encontros e desencontros, algumas pessoas são pra vida toda.

À Universidade Federal de Santa Catarina, pelas oportunidades de crescimento pessoal, acadêmico e profissional.

Por fim, ao Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi, por aceitar orientar este trabalho e participar do que foi uma experiência de pesquisa acadêmica – e, acima de tudo, de aprendizado – inigualável.

RESUMO

As operações de *Venture Capital* realizadas em Startups, através de Fundos de Investimento em Participação, são, por natureza, investimento de risco, ante a possibilidade de que o empreendimento investido não suceda e que o aporte realizado não dê o retorno financeiro esperado. No âmbito jurídico, não é diferente: a legislação brasileira sobre a temática permanece embrionária e a regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários não supre as incertezas jurídicas envoltas nas operações de *Venture Capital*. Por consequência, a prática jurídica normalizou a adoção de acordo de acionistas como modo a regular e orientar a relação societária que se criará após o aporte inicial na *Startup*. O foco do presente trabalho é, portanto, analisar as cláusulas contratuais que estão à disposição dos FIPs, enquanto acionista minoritário, para a proteção do investimento realizado. Para tal, o trabalho inicia com a apresentação do *Venture Capital*, bem como do objeto do investimento, as *Startups*. Em seguida, é analisada a figura jurídica do FIP, bem como suas características e regramento. A partir das informações colhidas nos capítulos anteriores, o capítulo final do trabalho apresenta a necessidade e adequação do acordo de acionistas como mecanismo protetivo dos FIPs nas operações de *Venture Capital*, apresentando as principais cláusulas adotadas na prática jurídica.

Palavras-chave: Direito Empresarial; Fundo de Investimento em Participações; *Venture Capital*; Capital de Risco; Acordo de Acionistas; *Startups*.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Investimentos realizados por ano.....	7
Figura 2 – Desinvestimentos realizados por ano.....	8
Figura 3 – Ciclo de desenvolvimento das <i>Startups</i>	19

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

CAM – Câmara de Arbitragem do Mercado

CC – Código Civil (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002)

CF – Constituição Federal de 1988

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho (Decreto-Lei nº 5.252, de 1º de maio de 1943)

CNJ – Conselho Nacional de Justiça

CPC – Código de Processo Civil (Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FIDC-NP – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FIP – Fundo de Investimento em Participação

FIP-EE – FIP Empresas Emergentes

FIP-IE – FIP Infraestrutura

FIP-PD&I – FIP Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação

ICVM – Instrução da CVM

LSA – Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976)

MVP – *Minimum Viable Product*

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TST – Tribunal Superior do Trabalho

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	1
2.	INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO (<i>VENTURE CAPITAL</i>).....	3
2.1.	DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS DO INVESTIMENTO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	3
2.2.	BREVE RELATO DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS INVESTIMENTOS DE <i>VENTURE CAPITAL</i> NO ÂMBITO NACIONAL E INTERNACIONAL	6
2.3.	RISCOS INERENTES AO INVESTIMENTO DE <i>VENTURE CAPITAL</i>	9
2.4.	<i>STARTUPS</i> , CICLO DE INVESTIMENTO E PROCESSO DE DESINVESTIMENTO	14
3.	LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO SOBRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO	23
3.1.	ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	23
3.1.1.	LEI DE LIBERDADE ECONÔMICA (LEI Nº 13.874/2019).....	25
3.1.2.	NATUREZA JURÍDICA	28
3.1.3.	CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	30
3.2.	FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIPS).....	32
3.2.1.	MODALIDADES DE FIPS	34
3.2.1.1.	FIP CAPITAL SEMENTE	35
3.2.1.2.	DEMAIS MODALIDADES DE FIPS.....	36
3.3.	CONCLUSÃO PARCIAL	37
4.	A UTILIZAÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO AO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES.....	39
4.1.	ACORDO DE ACIONISTAS.....	39
4.2.	CLÁUSULAS DE RESTRIÇÃO DE DIREITOS DOS ACIONISTAS.....	42
4.3.	CLÁUSULAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	49
4.4.	CLÁUSULAS DE GARANTIA DE LIQUIDEZ	52
4.5.	CLÁUSULAS DE MÉTODOS ALTERNATIVOS DE RESOLUÇÃO DE CONFLITOS	57
5.	CONCLUSÃO	61
6.	REFERÊNCIAS	63

1.INTRODUÇÃO

O crescimento exponencial do número de *Startups* no Brasil nos últimos anos, levou ao crescimento, quase tão expressivo, da quantidade de operações de investimento em *Venture Capital*. Entretanto, porquanto a doutrina despendeu vultosos esforços para esmiuçar os instrumentos envolvidos na realidade das *Startups*, o mesmo não ocorreu com os estudos relativos aos veículos de investimentos.

Assim, os Fundos de Investimento em Participação (FIPs), tradicionalmente adotados nos investimentos de *Venture Capital*, permaneceram, até recentemente, objeto de legislação e regulamentação desatualizada e prática orientada quase que estritamente por institutos jurídicos estrangeiros. Tal situação é especialmente problemática se for considerado que, ao realizar aporte em *Startup*, o FIP se torna acionista minoritário, adotando papel de sujeição às decisões dos acionistas majoritários – que são, normalmente, os empreendedores fundadores da empresa, possuidores de conhecimento gerencial, mercadológico e financeiro inferior ao do FIP.

De modo a aumentar a segurança do seu investimento, os FIPs passaram a exigir a adoção de cláusulas contratuais, em acordo de acionistas, que pudessem garantir a participação direta na gestão e na política da *Startup* investida, bem como assegurar a liquidez das suas ações no momento em que se tornasse atrativo ao FIP realizar o desinvestimento, a despeito da sua posição minoritária.

Torna-se necessário, portanto, o estudo das medidas protetivas que podem ser utilizadas pelo FIP nos acordos de acionistas, através da adoção de cláusulas estratégicas, especialmente considerando a forte influência da legislação estadunidense nessa modalidade de investimento. Ademais, mudanças normativas recentes, como a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 578/2016 e a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.873/2019) tornam imperiosos estudos atualizados sobre a matéria.

Em razão da extensão do tema envolvendo a capitalização de empresas, o presente trabalho concentrou-se nos investimentos de *Venture Capital* através dos Fundos de Investimento em Participações e no seu objeto de investimento, as *Startups*. Dentro das *Startups*, o estudo foi direcionado àquelas organizadas em sociedades anônimas.

Para o desenvolvimento do tema, o presente trabalho foi segmentado em três capítulos. O primeiro capítulo buscará situar o leitor no universo de investimentos em *Venture Capital*. Mas, para melhor entendê-lo, além de apresentar a definição e as características de tal veículo

de investimento, torna-se necessário apreciar sua história em âmbito nacional e internacional, os riscos que lhe são inerentes e o objeto de investimento: as *Startups*. Assim, serão abordadas as premissas das *Startups*, as particularidades do ciclo de investimento e do processo de desinvestimento, que é o momento de saída do investidor de *Venture Capital*.

O segundo capítulo do presente trabalho apresentará o Fundo de Investimento em Participação, categoria de veículo de investimento através do qual são realizadas as operações de *Venture Capital* no Brasil. Os FIPs serão estudados à luz do Código Civil, da Lei de Liberdade Econômica e da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Através dessa análise, será exposta ao leitor a insuficiência da legislação e regulamentação para garantir os mecanismos de proteção que o FIP necessita ao realizar as operações de *Venture Capital*, o que justifica a utilização, pela prática jurídica, de acordo de acionistas.

Assim, o terceiro capítulo do presente trabalho versará sobre o acordo de acionistas enquanto mecanismo de proteção do FIP nas operações de *Venture Capital*, investigando as principais cláusulas à disposição do investidor no momento de negociação do aporte na *Startup* a ser investida. O objetivo será trazer a miríade das cláusulas contratuais comumente utilizadas e relacioná-las a esse tipo específico de investimento, além de analisar como podem ser utilizadas para a proteção do investidor, respeitadas as particularidades inerentes a cada caso.

De modo a realizar a análise proposta, o método de abordagem utilizado para a pesquisa foi método dedutivo, descritivo e qualitativo, com o auxílio da perspectiva histórica e da metodologia comparativa, através do estudo de bibliografia especializada relativa ao tema, bem como legislação, regulamentação e jurisprudência.

A hipótese básica do presente estudo é de que o acordo de acionistas, através de cláusulas que: (i) regulamentam possibilidades de restrição de direitos dos acionistas majoritários; (ii) garantem a liquidez do investimento; (iii) estabelecem práticas de governança corporativa; e/ou (iv) sistematizam métodos alternativos de resolução de conflito, e ante a participação acionária minoritária do investidor que capitaliza a *Startup*, é instrumento necessário e adequado para proteger o FIP dos riscos inerentes às operações de *Venture Capital*.

2. INVESTIMENTOS DE CAPITAL DE RISCO (*VENTURE CAPITAL*)

2.1. DEFINIÇÃO E CARACTERÍSTICAS DO INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*

Antes de dar início à problemática jurídica envolvendo o Acordo de Acionistas nos investimentos de *Venture Capital*, é necessário que seja definida e caracterizada esta modalidade de investimento, de modo que possa ser diferenciada dos seus pares e se compreenda suas particularidades e, especialmente, a necessidade de celebração de acordos parassociais para seu adequado funcionamento.

Venture Capital é investimento de risco – seja por investidores individuais, institucionais ou organizados em fundos de investimentos – realizado em empresas que, apesar de já estarem faturando, estão em fase inicial de crescimento (REBELO, 2013, p. 1.277). Essas empresas vão ao mercado em busca de aporte de capital capaz de viabilizar a próxima fase no seu plano de negócios, normalmente envolvendo pesquisa e desenvolvimento de ideias e tecnologias originais (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 132-133).

Os veículos tradicionalmente utilizados para a realização desse tipo de investimento, em âmbito global, são os fundos de investimento ou as *limited liability partnerships* (LLP). Porquanto o último seja o método mais frequentemente utilizado nos Estados Unidos e no Reino Unido, o primeiro é o mais comumente adotado no Brasil, sendo regulamentado por legislação específica (OIOLI; RIBEIRO JR; LISBOA, 2019, p. 110).

A intenção do investidor em *Venture Capital* é identificar oportunidades de investimento que tenham perspectiva de crescimento exponencial em um intervalo razoável de tempo (normalmente de três a sete anos), de modo que o valor aportado retorne a ele, com expressiva valorização, através da venda futura das ações de sua titularidade (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p.12). Ou seja, o investimento em *Venture Capital* pressupõe um ciclo de entrada e saída de recursos, também chamado de investimento e desinvestimento.

Com a finalidade de garantir a concretização de seu objetivo, o investidor participa diretamente da gestão, utilizando-se de sua *expertise* nas áreas administrativa, comercial, financeira, etc., para melhorar o desempenho da empresa investida, através do aprimoramento do negócio em si e das relações institucionais e com o mercado financeiro (CRUZ, 2019, p. 478).

Andrew Metrick e Ayazo Yasuda sintetizam as cinco principais características do *Venture Capital* como sendo: a) investimento de caráter de intermédio financeiro, em que um fundo capta recursos de investidores e direciona para *startups* de sua preferência; b) direcionamento para sociedades que não são companhias abertas, não sendo negociadas no mercado secundário; c) investimento com foco em financiar o crescimento orgânico da empresa investida; d) participação e monitoramento da gestão frequente nas companhias investidas; e) objetivo último de maximizar retorno financeiro do investimento através da venda futura de sua participação ou Oferta Pública de Ações (METRICK; YASUDA *apud* OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 111), sendo essa última opção mais recorrentes nos investimentos de *Private Equity* que em *Venture Capital*.

Os fundos de investimento de *Venture Capital*, de modo geral, condicionam o investimento à emissão de ações preferenciais a cada rodada de investimento, dotadas de prerrogativas diversas entre si e em comparação com as ações ordinárias. Essas ações preferenciais tipicamente acompanham certo nível de controle sobre a gestão da companhia (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 51).

De acordo com o art. 111¹ do Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), a emissão de ações preferenciais deve estar autorizada no estatuto ou contrato social da companhia, estando, ainda, sujeitas às limitações previstas no art. 109 da mesma lei, quais sejam:

“Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

¹ “Art. 111. O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

§ 1º As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

§ 2º Na mesma hipótese e sob a mesma condição do § 1º, as ações preferenciais com direito de voto restrito terão suspensas as limitações ao exercício desse direito.

§ 3º O estatuto poderá estipular que o disposto nos §§ 1º e 2º vigorará a partir do término da implantação do empreendimento inicial da companhia.”

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

Ademais, são poucos os dispositivos presentes na legislação pátria que regulamentam tal instrumento jurídico, de modo que é prática rotineira que os acordos de investimentos acompanhem acordos de acionistas, os quais possuem maior liberdade de autorregulação, para que se estabeleçam as diretrizes que irão reger a futura parceria².

De fato, considerando-se que a participação de fundos de investimento de *Venture Capital* no empreendimento vai além do aporte de recursos financeiros, envolvendo expressiva influência na empresa investida, a relação entre as partes costuma estar regrada por contratos e atos societários sofisticados, que buscam regular incertezas e riscos inerentes à operação.

Compete a tais documentos

possibilitar não apenas a abertura da empresa à contribuição dos investidores, mas também facilitar que as partes aprendam em conjunto, à medida que sejam implementadas as mudanças impostas por clientes e parceiros, pelo desenvolvimento tecnológico, ou por sucessos inesperados, como o de uma linha inicialmente secundária de negócios. [...] Nessas bases, os instrumentos jurídicos que consolidam o investimento alocam riscos conhecidos, definem o poder decisório para as apostas sobre os riscos desconhecidos e estabelecem critérios para as partes transformarem suas reflexões e interesses revistos ou desvendados em contribuições à empresa (ARBIX, 2018, p. 197-198).

Nessa altura do trabalho, cabe diferenciar os modelos de investimento de *Private Equity* e *Venture Capital*. Apesar de ambos se tratarem de espécies de investimento em participações societárias em companhias fechadas, eles divergem entre si quanto ao estágio de desenvolvimento da companhia-alvo, ao tempo médio do investimento, à média de valor a ser aportado, à participação societária exigida, à influência exercida na companhia e à tolerância à possibilidade de perda de capital investido.

Enquanto, conforme mencionado anteriormente, as operações de *Venture Capital* se direcionam a empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, majoritariamente envolvidas em inovação e tecnologia, as operações de *Private Equity* buscam empresas amadurecidas, sem preferência a nenhuma área em particular (FARIAS NETO, 2015, p. 446). Como consequência, por se tratar de investimentos em fases iniciais, o tempo de permanência até que se obtenha o retorno esperado tende a ser mais alongado nas operações de *Venture Capital* do que nas de *Private Equity* (REBELO, 2013, p. 1.260).

² O acordo de acionistas, suas particularidades e cláusulas tradicionais, são objeto de estudo no capítulo quarto do presente trabalho.

Na mesma lógica, conforme a empresa vai se desenvolvendo, maiores os valores de investimento que se mostram necessários, de modo que as operações de *Private Equity* costumam envolver valores maiores dos que as rodadas de *Venture Capital* (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 12-13). Por fim, quanto mais expressivos os valores envolvidos, maior a participação e influência na gestão da empresa é exigida pelo veículo de investimento e menor a tolerância à possibilidade de perda do aporte (OIOLI; RIBEIRO JR; LISBOA, 2019, p. 114).

Mostra-se necessário, também, diferenciar os investimentos de *Venture Capital* da compra e venda tradicional de ações, tais quais as negociadas na Bolsa de Valores³. Primeiramente, a expectativa de rendimento do investimento de *Venture Capital* não vem da distribuição de dividendos, conforme ocorre em alguns papéis no mercado acionário. Em segundo lugar, os direitos concedidos ao investidor de *Venture Capital* são negociados em privado, permanecendo assim até que haja nova transferência das ações adquiridas (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 448).

Entretanto, em todos os casos apresentados, o objetivo de quem compra as ações de uma companhia – e, portanto, parte da propriedade de uma empresa – é o ganho futuro que virá com a sua valorização (FISCHER, 2013, p. 90). Não surpreende, então, que os investidores de *Venture Capital*, no cenário de risco que estão envolvidos, se utilizem das proteções jurídicas cabíveis no mercado para dar alguma segurança ao seu investimento, dentre as quais o Acordo de Acionistas, matéria do quarto capítulo do presente trabalho.

2.2. BREVE RELATO DA EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS INVESTIMENTOS DE *VENTURE CAPITAL* NO ÂMBITO NACIONAL E INTERNACIONAL

A indústria de *Venture Capital* remonta à década de 50, com a criação da *American Research and Development Corporation* (ARDC), por George Doriot, Ralph Flanders, Merrill Griswold e Karl Compton. A atuação da empresa era focada em fornecer capital a empreendimentos inovadores que pudessem impactar a indústria americana de maneira significativa (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 132-133).

³ Conforme elucidada André Cruz, a Bolsa de Valores não é um órgão integrante do aparato estatal. É, na verdade uma “associação privada formada por sociedades corretoras que, por meio da autorização da CVM, presta serviço de interesse inegável, consistente na manutenção de local adequado à realização das operações de compra e venda dos diversos valores mobiliários emitidos pelas companhias” (CRUZ, 2019, p. 389). Os papéis presentes na Bolsa são negociados livremente e de maneira pública, obedecendo às regras do mercado mobiliário.

Esse modelo de negócios se popularizou nos Estados Unidos, passando por altos e baixos na sua história, muito em decorrência da flutuação da própria economia americana, até ter seu ponto alto na década de 90, no Vale do Silício, na Califórnia.

Não é de surpreender que o Vale do Silício, com tantas empresas inovadoras instaladas na região, tenha se tornado o paraíso dos fundos de investimentos, especialmente os focados em *Venture Capital*. Diversas *startups* foram fundadas na região e fizeram parte do chamado “boom da internet” na década de 90, como o *Google* e a *Netscape* (AZEVEDO, 2016, p. 15).

O relatório da análise de mercado do quarto trimestre de 2019, divulgado pela KPMG, revela que, até os dias de hoje, os Estados Unidos seguem sendo o mercado de investimento de risco mais desenvolvido do mundo, tanto em número de investidores quanto empresas investidas (KMPG, 2020, p. 13-14).

No Brasil, a discussão acerca do investimento de capital de risco teve início em 1974, através de programas realizados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) que visavam o desenvolvimento de pequenas e médias empresas que pudessem fornecer apoio à indústria brasileira. Conforme lecionam Guilherme Peres Potenza e Marcelo Shima Luize,

O primeiro empreendimento brasileiro de venture capital, a Brasilpar, surgiu em 1976, com o apoio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), então recém-constituída, e com o objetivo de estimular o capital empreendedor.

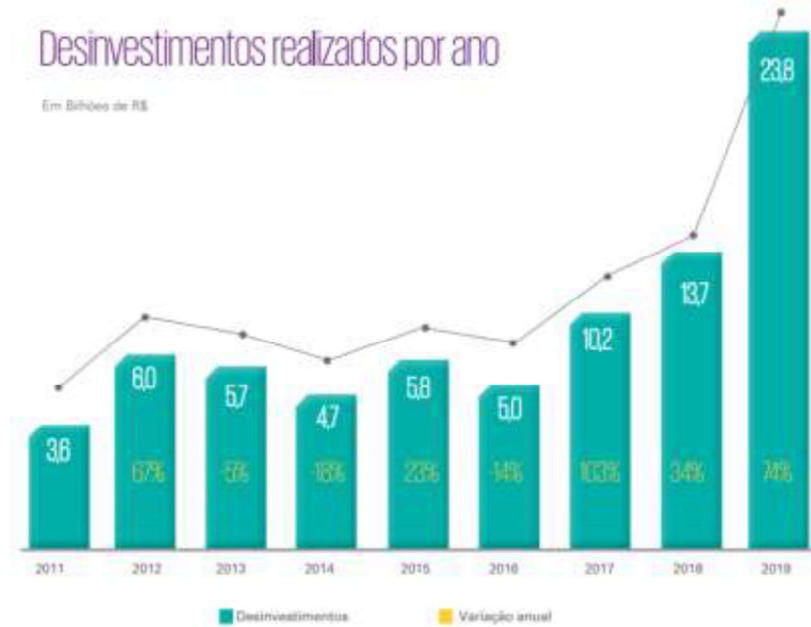
Desde então foram vários os investimentos e iniciativas de venture capital no Brasil, marcadas por oscilações que acompanharam novidades tecnológicas catalisadores importadas do exterior e, principalmente a dinâmica inconstante da economia brasileira (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 133).

Dados coletados pela Agência Brasileira de Venture Capital (ABVCAP), entre os anos de 2011 e 2019, mostram um crescimento da indústria de investimento em capital de risco no Brasil, ainda que com períodos de retração:



Fonte: ABVCAP, 2020, p. 17.

Mesma tendência se verifica no número de desinvestimentos realizados por ano nesse período de tempo, com novo recorde de 81 empresas desinvestidas no ano de 2019:



Fonte: ABVCAP, 2020, p.23.

O mesmo estudo mostra que os maiores focos dos investimentos em *Venture Capital* no Brasil na atualidade são as áreas “*Fintech & InsurTech*” e “*Software*”, setores envolvidos diretamente com inovação tecnológica (ABVCAP, 2020, p. 22), demonstrando consonância com o mercado global (KPMG, 2020, p. 12).

Até hoje, os Estados Unidos são referência para a cultura empreendedora, influenciando diretamente as práticas das *Startups* brasileiras. O mesmo vale para o aparato jurídico das suas relações comerciais, sendo que a maior parte dos instrumentos jurídicos que permeiam a vida das *Startups* foi desenvolvida nos Estados Unidos e, posteriormente, passou a ser utilizada no Brasil (NYBO, 2016, p. 29).

No presente trabalho, tratar-se-á, no quarto capítulo, de alguns instrumentos jurídicos migrados da prática norte-americana na forma de cláusulas comumente adotadas em Acordo de Acionistas que acompanham investimento de *Venture Capital*.

2.3. RISCOS INERENTES AO INVESTIMENTO DE *VENTURE CAPITAL*

Assim como qualquer operação que envolver participação societária em uma empresa, os investimentos de *Venture Capital* estão sujeitos aos riscos inerentes da atividade.

Em dissertação para a obtenção do título de Mestre em Engenharia de Produção pela UFSC, Valmor de Fátima Ferreira Bueno sintetizou os riscos inerentes à atividade das micro e pequenas empresas – empreendimentos similares, até certo ponto, às *Startups*, de modo que permite a sua aplicação também ao presente trabalho – como sendo aqueles ligados: à produção e ao produto; riscos à administração da empresa; ao nível de atividade; à estrutura de capitais; à falta de liquidez⁴; ao ambiente político e econômico; aos fenômenos naturais e imprevisíveis; e ao tipo de atividade (BUENO, 2013, p. 54-55).

Ocorre, contudo, que em razão das particularidades das *Startups*, bem como das peculiaridades envolvendo especificamente o investimento de capital de risco, os riscos desse tipo operação vão além dos tradicionais de mercado.

A consciência acerca do alto risco de um empreendimento tende a ser um fator desmotivador para parte considerável dos investidores. Os investidores de *Venture Capital*, entretanto, adotam outra perspectiva. O alto risco envolvido é visto como aceitável ante a potencialidade de retornos elevados caso a *Startup* investida tenha sucesso (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 15).

Assim, o investidor está ciente de que, caso o empreendimento dê errado, dificilmente ele reaverá sequer o montante inicialmente investido (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 449). Esse risco, assim como os demais riscos tradicionais de qualquer operação de mercado, é calculado e aceito pelo investidor. O que não lhe ocorre, ao menos num primeiro momento, é a necessidade de incluir eventuais riscos jurídicos na operação.

Pesquisa empírica realizada com operadores econômicos concluiu que os três critérios mais importantes para determinar a confiança para se investir no Brasil são estabilidade, crescimento e segurança jurídica (COSTA REGO, 2013, p. 291). A previsibilidade da atuação do ordenamento jurídico é fator essencial para os investidores que consideram investir em território brasileiro (MUNIZ; PERETTI, 2016, p. 186).

⁴ José Luiz Bulhões Pedreira, ao tratar da liquidez das ações, define uma ação como sendo líquida quando “seu valor é prontamente realizável em moeda mediante alienação no mercado sem relevante perda de valor” (BULHÕES PEDREIRA apud BULHÕES PEDREIRA; LAMY, 2019, p. 267).

No Brasil, em específico, a questão da prática jurídica deve ser levada em conta. Conforme pontuado anteriormente, a prática jurídica brasileira envolvendo *Startups* é fortemente influenciada pela prática americana, seu berço. Sobre o crescimento da influência estadunidense na economia, José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho lecionam que

o crescimento, e mesmo a liderança comercial da economia americana, com a presença universal das multinacionais, ampliou o conhecimento de suas instituições, e colocou-as em cotejo com a concepção romanística, induzindo, em toda parte (especialmente nos países do mercado comum europeu, e nos que têm convívio com os investidores americanos, como o Brasil) a um esforço para conciliar no possível, os dois sistemas, buscando o que de melhor, ou mais útil, apresentasse cada um deles (BULHÕES PEDREIRA; LAMY FILHO, 2019, p.10).

Tal movimento não é inédito no âmbito do direito comercial, que é marcado por forte cosmopolitismo, especialmente no contexto da globalização, em que é facilitada a disseminação de práticas e modelos de negócios estrangeiros (FORGIONI, 2020, p. 145).

Mas a adoção de instrumentos jurídicos de um outro ordenamento jurídico não é, naturalmente, tarefa tranquila, requerendo adaptações e vetos, a depender da legislação do país receptor. Do contrário, a absorção de conceitos estrangeiros pode desenvolver conflitos de interesse de visões entre o Legislativo, o Judiciário e, inclusive, a prática adotada no mercado através de acordos de vontade entre as partes contratantes (JÚDICE, 2017, p. 15).

Ao trata do tema, Paula A. Forgioni, balizada pelo autor italiano Tullio Ascarelli, alerta que “a aplicação do direito brasileiro não pode abraçar princípios diversos daqueles cristalizados em nosso ordenamento jurídico, sob pena de dar lugar a açodado transplante, incompatível com nossa realidade” (FORGIONI, 2020, p. 146).

Ainda sobre o tema, Eros Grau destaca que

embora o recurso à doutrina e à jurisprudência estrangeiras possa mostrar-se fonte de subsídios útil, nem uma nem outra podem ser tomadas como absolutas. Vale dizer: elas não devem ser transplantadas para a realidade brasileira sem que sejam consideradas as particularidades do nosso mercado e do nosso sistema jurídico. A indiscriminada transposição de teorias e modelos pode mostrar-se inadequada e mesmo perigosa, colocando em risco a efetividade e a eficácia do direito brasileiro, conduzindo-nos por caminhos com ele incompatíveis (GRAU, 2005, p. 12).

Layon Lopes da Silva destaca que, ao mesmo tempo em que importou o termo *Startup* para o mercado, o Brasil importou, também, os institutos jurídicos norte-americanos com eles relacionados, sendo imprescindível sua adaptação para a realidade da legislação brasileira e das próprias *Startups* nacionais (SILVA, 2016, p. 75).

Existem marcantes diferenças entre o Direito brasileiro e o norte-americano que se originam das distinções entre os sistemas legais da *civil law*, adotado no Brasil, e da *common law*, adotado nos Estados Unidos. A principal distinção entre os institutos é a fonte de direito:

enquanto a fonte primária do direito na *civil law* é a lei, na *common law* é a jurisprudência, por meio da teoria dos precedentes⁵ (OLIVEIRA 2014, p. 53).

Ainda que, atualmente, seja possível observar crescente convergência entre os dois sistemas (FUNKEN *apud* AZEVEDO, 2016, p. 20), os países que adotam o sistema de *common law* ainda possuem maior flexibilidade nas relações negociais e nas interpretações legislativas. Por exemplo, estima-se que 90% dos casos de litígio no âmbito civil nos EUA são solucionados mediante acordo entre as partes (GODOY *apud* AZEVEDO, 2016, p.20)⁶.

Não suficiente, os defensores dos sistemas baseados em precedentes entendem que estes permitem uma maior segurança jurídica (MILLER; JENTZ *apud* AZEVEDO, 2016, p. 21): temas relacionados à participação de pessoas chave para a empresa no capital social, como *vesting*, *cliff*, *stock options*, etc., ainda não possuem previsão normativa ou, quando previstos, o são em modo ainda pouco detalhado. Assim, em países de *civil law*, como o Brasil, especialmente por serem muito recentes na prática jurídica, têm sua adoção regulamentada pela jurisprudência.

O dinamismo acelerado que assolou o mercado com o crescente desenvolvimento das empresas de tecnologia levou à necessidade de adaptação dos instrumentos jurídicos tradicionais através da prática jurídica, no Brasil e no mundo, sendo inegável a influência que foi exercida pelo direito norte-americano. Conforme acentua João Pontual de Arruda Falcão, as questões jurídicas envolvendo as *Startups* no ordenamento brasileiro são tão complexas que é necessária sua administração desde o início (FALCÃO, 2017, p. 25).

Em concordância ao pontuado no subcapítulo anterior, os investimentos de *Venture Capital* são, na atualidade, direcionados principalmente às *Startups*. Esse modelo de empresa é caracterizado pela pungente inovação (havendo a possibilidade de não haver sequer previsão legal, como normalmente ocorre no Brasil), alto risco e expressiva potencialidade lucrativa, sendo normalmente associada ao desenvolvimento tecnológico (AZEVEDO, 2016, p. 17).

⁵ Conforme decisão paradigma da Suprema Corte do Estado da Califórnia (EUA), no caso *Auto Equity Sales, Inc. v. Superior Court* (57 Cal.2d 450): “*under the doctrine of stare decisis, all tribunals exercising inferior jurisdiction are required to follow decisions of courts exercising superior jurisdiction*”. Decisão completa disponível em: <<https://scocal.stanford.edu/opinion/auto-equity-sales-inc-v-superior-court-29890>>. Acesso em 04 de outubro de 2020.

⁶ Apenas à título de comparação, ainda que rudimentar, o Conselho Nacional de Justiça (CNJ) divulgou que, em 2018, cerca de 11,5% das ações que tramitaram no Poder Judiciária foram solucionados através de acordos. Informação divulgada em: <<https://www.cnj.jus.br/judiciario-homologou-44-milhoes-de-acordos-em-2018>>. Acesso em 04 de outubro de 2020.

Nas palavras de Lucas Pimenta Júdice, trata-se de “um ambiente quase que paralelo de inovação e empreendedorismo que pulsa o mercado num ritmo próprio”, não sendo razoável a adoção do padrão jurídico de uma grande corporação (JÚDICE, 2017, p. 13-14). Ainda que a legislação aplicável às *Startups* seja, *a priori*, a mesma aos demais empreendimentos, certas particularidades justificam a necessidade da existência de um microssistema específico (REIS, 2018, p. 16) – tanto que, no momento, está sujeito à apreciação do Plenário da Câmara de Deputados o Projeto de Lei Complementar nº 249/2020, que busca instituir o marco legal das *Startups* e do empreendedorismo inovador⁷.

Ainda sobre o ponto, NYBO esclarece que há a

necessidade de instrumentos jurídicos que se adaptem e levem em consideração a realidade de uma *startup*. Às *startups* não adianta aplicar o mesmo modelo de administração e gestão de uma grande empresa e isso não é diferente quando passamos a discutir a adoção de soluções jurídicas para estas empresas. [...] Levando em consideração a lógica de *bootstrapping*⁸ das *startups* e o alto risco de insucesso do novo negócio a ser explorado, os empreendedores necessitam de instrumentos jurídicos capazes de minimizar a exposição a riscos de perda (NYBO, 2016, p. 33).

Surge, então, um microssistema autônomo orientado por três fatores principais: a importância das *Startups* na economia; a especificidade dos seus negócios; e a intensa e recorrente importação de conceitos jurídicos estrangeiros que, alinhados à atuação criativa dos operadores do direito, permite a solução de conflitos não previstos na legislação pátria (JÚDICE, 2017, p. 14).

Veja-se que o âmbito dos investimentos de *Venture Capital* é permeado de diversas particularidades, grande parte decorrentes da sua alta dinamicidade. Dentre elas, necessário destacar que, ainda que a contrapartida ao aporte de recursos seja aquisição de valores mobiliários da sociedade investida⁹, tradicionalmente os fundadores permanecem no comando da sociedade, pelo menos nas rodadas iniciais de investimento. Esse comportamento, apesar de causar estranheza num primeiro momento, se justifica por ser o fundador o detentor do *know-*

⁷ Para mais informações acerca do Projeto de Lei Complementar nº 249/2020: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2264491>>. Acesso em 05 de dezembro de 2020.

⁸ De acordo com a ABSTARTUPS, *bootstrapping* é quando o empreendedor dá início às atividades da *Startup* com recursos limitados, normalmente através de recursos próprios e sem apoio de investidores externos, o que o leva a manter o nível de despesas no mínimo operacional (ABSTARTUPS, 2017, pp. 02 e 05).

⁹ Em definição simplista, é possível dizer que valores mobiliários são ações ou ativos conversíveis ou permutáveis em ações (YAZBEK, 2016, p. 375-376). Os métodos que podem ser escolhidos para a participação do investidor não são objeto do presente estudo, mas, de qualquer maneira, se esclarece serem os mais comuns a aquisição direta de ações, debêntures ou mútuos conversíveis, contratos de participação e bônus de subscrição. Para mais informações sobre as estruturas de investimento: REIS, 2018, p. 85-120 e CRUZ, 2019, p. 423-428.

how necessário para desenvolver o projeto da *startup*, o que torna o próprio fundador um ativo expressivo do empreendimento (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 446).

Ademais, o investidor de *Venture Capital*, de maneira radicalmente oposta ao empreendedor, está presente no empreendimento em caráter transitório, tendo como objetivo máximo a valorização da sua participação para futura venda, o que pode gerar conflitos de interesse entre empreendedores e investidores (OIOLI, 2019, p. 14).

Quanto ao ponto, Mariana Conti Craveiro ensina que a atuação do fundo, enquanto acionista da sociedade investida, deve ser realizada de maneira compatível com os interesses da companhia – e, portanto, em conformidade com os arts. 115 e 117 da LSA – sob pena de impugnação e responsabilização. Pontua, entretanto, que tal tarefa

não é simples, uma vez que a decisão de investimento ou desinvestimento pauta-se em interesses e objetivos extrassocietários, ligados à rentabilidade e higidez da carteira do fundo. Sob essa ótica, cabe ao fundo acionista, em teoria, zelar para que esses objetivos – e não necessariamente aqueles mais salutares para a companhia, a longo prazo – sejam verificados (CRAVEIRO, 2013, p. 111).

Ao considerar cenário em que os interesses do fundo de investimento e da sociedade se choquem, Rodrigo Dufloth, no mesmo sentido de Mariana Conti Craveiro, entende por ser possível que o fundo de investimento priorize seus próprios interesses, especialmente se resultar na maximização do resultado a ser obtido (DUFLOTH, 2017, p. 122).

Necessário pontuar, ainda, que, em razão dos fundadores da *Startup* permanecerem no controle das suas atividades cotidianas, é possível que existam, ainda, conflitos de agência. De maneira simples, porém eficiente, Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Jr. e Henrique Lisboa conceituam conflitos de agência como sendo derivados de “situações em que uma parte (denominada ‘agente’) é contratada por outra parte (denominada ‘principal’) e as ações do agente impactam a esfera patrimonial do principal, que deve confiar na conduta do agente” (2019, p. 126), mas que determinadas circunstâncias, sejam de caráter financeiro ou não, levam o agente a agir em prejuízo dos interesses do principal.

Os riscos mencionados, que são inerentes às peculiaridades que envolvem as operações de *Venture Capital*, são, portanto, levados em consideração no momento de alocação de responsabilidades e de estabelecimento de cláusulas de voto, controle e bloqueio no acordo de acionistas, conforme se verá no capítulo quarto do presente trabalho.

2.4. *STARTUPS*, CICLO DE INVESTIMENTO E PROCESSO DE DESINVESTIMENTO

O último conceito que cabe esclarecimentos nesse capítulo introdutório é a *Startup*, de modo que será apresentada sua definição, características principais, comportamento jurídico e detalhes do ciclo de investimento e desinvestimento.

Conforme mencionado anteriormente, o foco das operações de *Venture Capital* são as empresas menores, normalmente envolvidas com áreas de tecnologia, com possibilidades exponenciais de crescimento, conhecidas por *Startups*.

O termo, advindo da língua inglesa, tem por significado original, em tradução livre, “início de uma operação ou de um movimento”. Foi, entretanto, adotado pelo mercado para se referir

a negócios recém-constituídos, com baixo custo de manutenção e elevado grau de incerteza de sucesso, que buscam atingir um crescimento rápido, apoiando-se para tanto na oferta de produtos ou serviços inovadores aos olhos do mercado em que estão inseridas e com alto potencial de escalabilidade (REIS, 2018, p. 13).

Uma definição mais lúdica de *Startup* pode ser a apresentada por Eric Ries, segundo o qual “uma startup é uma instituição humana projetada para criar um novo produto ou serviço sob condições de incerteza extrema” (RIES, 2019, p. 35). Eric Ries considera que essa definição, ao dizer pouco, dá destaque ao que é omitido: o tamanho, o ramo de atividade ou o setor economia da empresa. De acordo com o autor, esses pontos pouco importam para a caracterização de *Startup* (RIES, 2019, p. 35).

Um erro comum é considerar *Startup* como uma categoria de empresa, mas, em verdade, se trata de estágio inicial de desenvolvimento de uma empresa, “fortemente caracterizado pela ausência de processos internos e organização, no qual está movida pelos impulsos de comercialização de uma ideia inovadora, preferencialmente, disruptiva” (NYBO, 2016, p. 30).

Por mais que empresas iniciantes possam surgir de diversas formas e estarem envolvidas nas mais diversas áreas do mercado, o ponto em comum que atrai os investidores para esse tipo de empreendimento é o perfil de risco e a assimetria entre investimento e retorno, consequência da sua alta escalabilidade (OIOLI, 2019, p.13). Não surpreendentemente, as *Startups* são fortemente marcadas por controle de custos e gastos, com especial preocupação pelo aproveitamento máximo de todos os materiais, inclusive a capacidade humana de seus colaboradores, cenário comumente conhecido como *bootstrapping* (NYBO, 2016, p. 31).

Por força do *bootstrapping*, as *Startups* se orientam em busca do chamado *minimum viable product* (MVP), ou, em tradução livre, o produto minimamente viável. Conforme definido por RIES, o MVP “contribui para que o processo de aprendizagem seja iniciado o mais rápido possível. Mas não é necessariamente o menor produto imaginável, apenas o trajeto mais rápido no ciclo construir-medir-aprender com o mínimo de esforço” (RIES, 2019, p. 96).

Por vezes, o MVP carece de características que posteriormente, no desenvolvimento da *Startup*, se mostrarão essenciais para o produto final oferecido, o que é aceito no cenário de investimento justamente por se entender que seu objetivo é, efetivamente, averiguar a viabilidade da proposta formulada pela *Startup* (NYBO, 2016, p. 31).

Acerca da evolução das *Startups*, importante destacar que o seu ciclo de vida não se confunde com os diversos ciclos de investimento e desinvestimento que permeiam sua história. É comum que haja transitoriedade entre os sócios conforme avancem as fases de desenvolvimento do empreendimento, com a entrada e eventual saída do quadro de sócios de investidores-anjos, incubadoras, aceleradoras e fundos de investimento em geral (FALCÃO, 2017, p. 20).

O aporte, por terceiros, na *Startup* pressupõe, em algum momento, a saída dos recursos dos investidores, preferencialmente com retorno financeiro. Por esse motivo, costuma-se referir ao investimento externo como um ciclo (OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 101).

De maneira simplista, é possível afirmar que o investidor realiza um aporte em um empreendimento com expectativa de alto crescimento no médio e longo prazo. Ao final de alguns anos, o investidor se utiliza de mecanismos de desinvestimento para retirar seu capital da sociedade, o qual acompanha, caso tudo tenha ocorrido dentro do esperado, os lucros esperados (REBELO, 2013, p. 1.260).

A questão principal é que a *Startup* geralmente necessita de capital de terceiros para dar continuidade à sua operação inicial, não sendo possível garantir seu sustento e evolução a partir de receitas próprias, o que as leva a participar de rodadas de investimento (NYBO, 2016, p. 32).

Para limitar o risco financeiro ao qual estão sujeitos, e garantir oportunidades de descontinuar o investimento caso entendam por necessário, os fundos de investimento de *Venture Capital* “invest in companies in multiple times, rather than providing the total

*investment required from the start*¹⁰ (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2015, p. 12-13), cada qual superior, em valores e em participação acionária, ao anterior, conforme o aporte vai se distanciando do início de vida da empresa investida (OIOLI; RIBEIRO JR. LISBOA, 2019, p. 121).

De maneira inversamente proporcional, ocorre a diluição da participação societária dos fundadores. Tal diluição é, no entanto, benéfica aos fundadores, porquanto sua participação, ainda que reduzida, corresponde a montante superior de recursos financeiros, em razão da valorização do *valuation*¹¹ da empresa conforme vão sucedendo as etapas de desenvolvimento (OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 125).

Cada fase anterior é essencial para a fase seguinte, sendo normalmente marcadas por *milestones* (certos marcos de desenvolvimento) que são cruciais para o *valuation* da companhia, tais qual: um nível de faturamento, de venda ou de clientes ou a finalização de testes e pesquisas iniciais. Levando-se em conta a importância de tais *milestones*, é importante que elas estejam devidamente acordadas entre os fundadores da companhia e futuros investidores (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 44).

Do mesmo modo, cada etapa da *Startup* possui um tipo de investidor mais propenso a aportar recursos, desde a fase de menor maturação do negócio até sua fase de maior consolidação. A fase inicial, normalmente¹² é financiada por capital próprio, 3Fs, *crowdfunding*, investidores-anjo, incubadoras e aceleradoras.

O investimento por capital próprio é aquele que advém dos recursos da própria *Startup*. Entretanto, considerando-se que, na prática, a fase inicial das *Startups* não costuma ter retorno financeiro, “a realização do investimento interno acaba sendo possível apenas quando o fundador da *Startup* possui recursos próprios para aportar em seu empreendimento” (REIS, 2018, p. 25).

¹⁰ Em tradução livre, os fundos de investimento de Venture Capital “investem em companhias múltiplas vezes, ao invés de fornecer o total do investimento exigido de início”.

¹¹ *Valuation* é o resultado de processo de auditoria realizado para a avaliação do negócio, realizado através do levantamento da situação econômico-financeira, jurídica, contábil e fiscal da companhia, de modo a revelar a totalidade dos ativos e passivos. Com a coleta desses dados, os avalistas se utilizam de fórmulas matemáticas que definem o valor do negócio (REBELO, 2013, p. 1.532-1.602).

¹² Nesse ponto, importante destacar que, conforme ensina Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Jr. e Henrique Lisboa, existe vasta discussão acerca das nomenclaturas e estágios de desenvolvimento das *Startups*, justamente por decorrerem da prática do mercado, tendo limites flexíveis (OIOLI; RIBEIRO JR; LISBOA, 2019, p. 122).

Os 3Fs (*Friends, Family and Fools*), por sua vez, são aqueles mais próximos dos fundadores – amigos, família e “tolos” – e costumam ser o investimento inicial da *Startup* (NYBO, 2016, p. 32).

Crowdfunding, conforme definição apresentada no art. 2º da Instrução nº 588/2017 da CVM, que promoveu a sua regulamentação, é um modo de

captação de recursos por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários dispensada de registro, realizada por emissores considerados sociedades empresárias de pequeno porte nos termos desta Instrução, e distribuída exclusivamente por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, sendo os destinatários da oferta uma pluralidade de investidores (ICVM nº 588/2017, art. 2º).

Essa modalidade de investimento, por permitir a captação coletiva de recursos através de plataformas digitais – que são, via de regra, de fácil acesso –, acaba sendo uma alternativa às dificuldades tradicionais de captação de recursos inerentes às fases iniciais de desenvolvimento das *Startups* (LUPI; KNOERR; OLIVEIRA, 2019, p. 12).

Mas, apesar de ser um modo simplificado de angariar valores de importância similar aos de investidores-anjo e Fundos de *Seed Capital* (REIS, 2018, p. 34), não é necessariamente positivo para a *Startup*, em razão da pluralidade dos investidores individuais envolvidos na transação e seu tradicional distanciamento da companhia envolvida. Isso porque, para o empreendedor, a participação na gestão da companhia e *networking* são fatores importantes na escolha do tipo de financiamento (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 48).

As incubadoras são instituições financiadas por instituições de pesquisa e ensino ou através do governo, e não têm fim lucrativo. Apesar de requererem, normalmente, o pagamento de uma taxa por parte da *Startup*, não exigem participação societária como contraprestação (REIS, 2018, p. 24).

As aceleradoras, de maneira diversa, são entidades privadas com fins lucrativos, cujos programas de aceleração – que envolvem espaço físico, mentoria com profissionais, *networking*, suporte na gestão do negócio e, eventualmente, aporte financeiro – têm como contrapartida participação nas *Startups*, de modo que possam lucrar com uma possível venda futura (REIS, 2018, p. 24-25).

O investimento-anjo é, tradicionalmente, praticado por investidores pessoa física que contribuem com chamado *smart money*. Trata-se do tipo de investimento em que, além do capital financeiro, o investidor agrega ao empreendimento a sua experiência pessoal em negócios (ANJOS DO BRASIL, p. 8), auxiliando na tomada de decisões estratégicas e na gestão da *Startup*.

A figura do investidor-anjo foi incluída na legislação brasileira através das alterações realizadas pela Lei Complementar nº 155/2016. Pelo disposto em lei, o investidor-anjo: **a)** não é considerado sócio, não tendo direito de gerência ou de voto na empresa investida; **b)** não responde pelas dívidas da empresa, o que é uma vantagem em relação aos demais tipos de investimento; **c)** pode ser remunerado por seus aportes, por até cinco anos, caso haja previsão expressa no contrato de participação (§4º, art. 61-A).

Alguns autores pontuam que o investidor-anjo, ainda que não seja efetivamente sócio da *Startup*, costumam possuir alguns direitos que seriam inerentes a tal alcunha. Conforme esclarece Giulliano Tozzi Coelho e Luiz Gustavo Garrido, nos contratos de participação

não raro se encontram disposições que condicionam a contratação de algum funcionário ou a assinatura de algum contrato acima de determinado valor à notificação e anuência prévia do investidor, bem como se estabelece, em determinados casos, a periodicidade com que a *startup* apresentará suas informações financeiras ao anjo (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 128).

A partir de então, os investimentos nas *Startups* passam a ser realizados em rodadas de investimento nomeadas de Séries A, B, e C. A Série A normalmente envolve a participação de fundos de *Seed Capital* (capital semente) e de *Venture Capital*. Os fundos de investimento em *Venture Capital* foram detalhados em subcapítulo anterior, de modo que os pontos principais já foram abordados.

Os fundos de *Seed Capital*, por sua vez, são fundamentais para a fase inicial das *Startups*, conhecida como “*valley of death*” ou “vale da morte”, na qual os riscos de insucesso do empreendimento são mais expressivos (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 18). Eles são, entretanto, bastante escassos no Brasil, assim como em diversos países ao redor do mundo, sendo seu papel quase que absorvido pelos investidores-anjo, especialmente considerando que bancos e investimentos de *Venture Capital* não costumam se interessar por financiar empresas em estágio assim inicial (MORETTI, 2018, p. 100).

Os fundos de *Venture Capital* compõem quase que a totalidade das Séries B e C, quando os investimentos passam a ser realizados majoritariamente por fundos de *Private Equity*, também já mencionados anteriormente. Assim, é possível sintetizar o desenvolvimento das *Startups* através do seguinte gráfico:

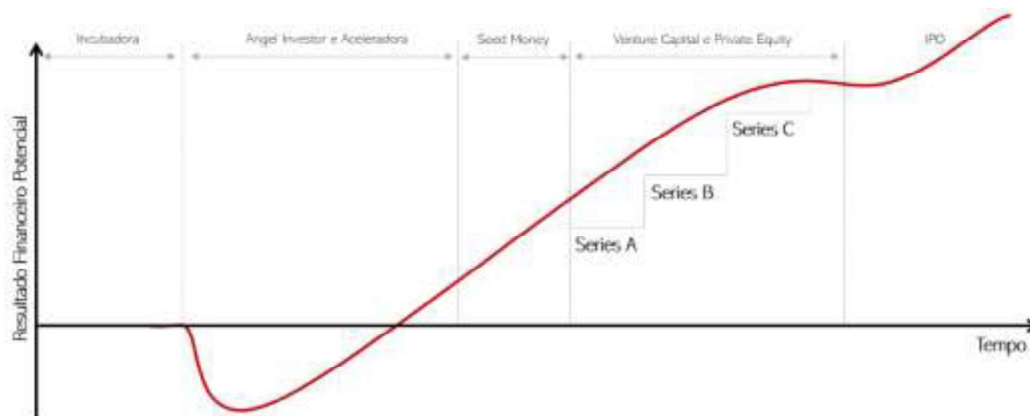


Gráfico elaborado pela autora, com base no gráfico de LASRADO e LUGMAYR (2013, p. 195).

Conforme mencionado anteriormente, o investimento de capital de risco pressupõe fase posterior em que há o desinvestimento, possivelmente com o lucro almejado no momento do aporte inicial. Edgar Vidigal de Andrade Reis ensina que

O desinvestimento acontece quando o empreendedor ou o investidor vende a totalidade ou parte da participação societária que possui startup. Isso costuma ocorrer quando a startup atingiu valores de mercado que tornam a saída do empreendedor ou do investidor vantajosa economicamente ou mesmo quando um deles (ou ambos) decide direcionar seus esforços e investimentos para novos empreendimentos, ainda que sem a obtenção de lucro no patamar inicial almejado (REIS, 2018, p. 34).

Entretanto, para que a saída ocorra, é necessária a concretização de determinadas premissas, que podem ou não estar previstas em documento oficial da companhia, tal qual o acordo de investimento, memorando de entendimentos¹³, acordo de acionistas, estatuto ou contrato social, etc. Contudo, há casos em que a saída não é motivada por condição ou fato pré-estabelecido, mas por uma situação de mercado favorável ou desfavorável (PONTES, 2019, p. 147).

Os mecanismos de desinvestimento mais conhecidos – e, portanto, as modalidades mais frequentes de saída do investimento – são: **a)** venda de participação societária; **b)** oferta pública de ações; **c)** recompra ou resgate de ações; e **d)** liquidação de ações. Por quanto as duas primeiras modalidades permitem a aferição de lucro pelos investidores, as duas últimas são saídas estratégicas para evitar quaisquer ou maiores prejuízos (REBELO, 2013, p. 1.918).

¹³ O memorando de entendimentos (ou *memorandum of understandings* – MoU ou, ainda, *term sheet*) é um documento preliminar facultativo a ser assinado entre o investidor e os fundadores da *Startup* para a definir as principais condições que orientarão eventual futura parceria. Normalmente, o memorando de entendimentos se torna a base para o próprio contrato de investimento e para o acordo de acionistas posterior (FALCÃO, 2017, p. 25-26).

A saída por venda da participação societária pode se dar por mecanismos de societários, de reorganização ou não, ou por arranjo contratual.

Os mecanismos de reorganização societária tradicionais são: **a)** aquisição de participação; **b)** fusão, incorporação e cisão de empresa; **c)** incorporação de ações. Tais opções são comumente adotadas com o objetivo de eliminar concorrência, aumentar fatia de atuação no mercado, agregar valor ao produto de cada empresa, economia tributária, entre outros motivos (WITTE, 2017, p 125).

A saída pela via societária é possível, ainda, através de modificações de capital (seja por aumento ou redução do capital social) e de operações de resgate¹⁴ e amortização¹⁵ de ações (PONTES, 2019, p. 153-154).

A forma mais simples, estratégica e menos custosa de saída de capital é, entretanto, através de arranjo contratual com previsão expressa para a venda da participação societária para terceiro interessado (REIS, 2018, p. 35), especialmente nos casos de fundos de *Venture Capital*, cujo comprador-alvo são fundos de *Private Equity* (REBELO, 2013, p. 1.936). A prática consolidou a utilização de acordo de acionistas, dotados de cláusulas de proteção de investimento e resguardo de liquidez, como mecanismo tradicional de desinvestimento no Brasil, que é justamente o foco de análise do quarto capítulo do presente trabalho.

A segunda modalidade de saída bem-sucedida do investimento é via mercado, através da abertura de capital pelo mecanismo de oferta pública de ações (OPA), ou *initial public offering* (IPO). A abertura de capital visa possibilitar que as ações da companhia sejam negociadas no mercado mobiliário, ou seja, na Bolsa de Valores, ao mesmo tempo em que é importante instrumento de captação de recursos, permitindo que terceiros (quem não podem sequer ser identificados precisamente, dada a alta rotatividade) integrem o quadro social da companhia (CRUZ, 2019, p. 386).

¹⁴ O §1º do art. 44 da LSA define resgate como sendo o “pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social, mantido o mesmo capital, será atribuído, quando for o caso, novo valor nominal às ações remanescentes”. Ou seja, o resgate de ações é o cancelamento compulsório das ações de uma determinada sociedade, momento a partir do qual o antigo acionista converte-se em credor da mesma sociedade. Para que seja possível a utilização do resgate como mecanismo de saída de sociedade pelo FIP, ele deve estar previsto no estatuto social da *Startup* (YAZBEK, 2016, p. 378). Nesse sentido, o caput do já mencionado art. 44 da LSA dita que “o estatuto ou a assembleia-geral extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação.”

¹⁵ O §2º do art. 44 da LSA define amortização como sendo uma “distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia”. Ricardo de Santos Freitas destaca que “na prática, a amortização ocorre: quando o FIP passa a ter um excesso de caixa relacionado com as companhias investidas, v.g., venda de ações” (FREITAS, 2015, p. 194).

Entretanto, como destaca Evandro Fernando de Pontes, esse mecanismo foge da realidade de uma *Startup* em fase de investimento de *Venture Capital* (PONTES, 2019, p. 153), sendo mais tradicional das fases finais de investimento, depois que o empreendimento já passou por fundos de *Private Equity*, por exemplo.

Conforme mencionado anteriormente, as duas modalidades seguintes de saída de investimento, a recompra (ou resgate) e liquidação de ações, são utilizadas nos casos de insucesso do investimento, com o objetivo de reduzir ou evitar prejuízos.

O ordenamento jurídico brasileiro foi vanguardista ao prever, na Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), a possibilidade de emissão de ações resgatáveis pelas sociedades anônimas. Tal previsão permitiu a diferenciação clara entre os perfis de acionistas que podem participar do capital social da empresa¹⁶, ainda que, na atualidade, seja preterido pela opção de venda, ou *put option* (que será detalhado no último capítulo), nos investimentos de *Venture Capital* e *Private Equity*, pela maioria dos Fundos de Investimento.

Assim, o §1º do art. 44 da LSA define o resgate de ações como sendo “o pagamento do valor das ações para retirá-las definitivamente de circulação, com redução ou não do capital social”. Para tal, em respeito à previsão do *caput* do mesmo artigo, é necessário que haja previsão em estatuto ou contrato social¹⁷.

Necessário pontuar que essa fórmula de saída de sociedade está sujeita à disponibilidade de lucro ou reserva líquida na companhia, não sendo possível exigir o pagamento dos demais acionistas. Ou seja, ainda que conte com tal proteção ao investimento, o acionista que tiver direito ao resgate de ações deve considerar risco de ausência liquidez da sociedade passível de honrar tal compromisso (CRAVEIRO, 2013, p. 109).

Por fim, a última modalidade de desinvestimento e, certamente, a menos desejada pelos investidores e pelas empresas investidas, é a liquidação. Ela normalmente tem lugar quando o empreendimento não atinge as *milestones* pré-estabelecidas, caracterizando seu

¹⁶ No subcapítulo 2.3, foi apresentada a diferença de comportamento entre os fundos de investimento – que participam no ciclo de vida da *Startup* em caráter transitório, retirando-se quando consideram encerrada a fase de desenvolvimento – e os empresários – que pretendem permanecer no negócio a despeito das diversas fases de desenvolvimento (OIOLI, 2019, p. 14). Nas palavras de Mariana Conti Craveiro, “a previsão de ações resgatáveis volta-se, precisamente, ao acionista preocupado com o retorno do investimento realizado e não tanto com o desenvolvimento da atividade empresarial” (CRAVEIRO, 2013, p. 107-108), o que torna o mecanismo atraente aos fundos de investimento de *Venture Capital* e *Private Equity*.

¹⁷ “Art. 44. O estatuto ou a assembléia-geral [sic] extraordinária pode autorizar a aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de proceder-se à operação”.

insucesso (REBELO, 2013, p. 2.003). O processo de liquidação segue as orientações dadas pelos arts. 206 e seguintes da LSA, bem como dos arts. 1.033 a 1.038 do Código Civil.

Conforme visto, o arranjo institucional das *Startups*, por se tratar de um negócio de evolução não-linear com uma pluralidade de *players* de mercado, tende a ser altamente complexo e permeado de riscos que vão além dos tradicionais riscos de mercado.

O ambiente em que estão inseridas é, normalmente, altamente caótico, disruptivo e altamente incerto, sendo primordial que as *Startups* estejam aptas a se adaptar e que os investidores se utilizem das medidas protetivas pertinentes (FALCÃO, 2017, p. 18-21), em especial ante o estágio embrionário da legislação brasileira no que tange aos investimentos de capital de risco.

3. LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO SOBRE OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

3.1. ASPECTOS GERAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)^{18 19} define fundos de investimentos como sendo “uma comunhão de recursos, captados de pessoas físicas ou jurídicas, com o objetivo de obter ganhos financeiros a partir da aplicação em títulos e valores mobiliários” (CVM, 2014, p. 92).

Em outras palavras, é possível definir fundos de investimentos como um canal de intermediação entre investidores potenciais – detentores do capital a ser investido – e gestores profissionais²⁰ – agentes autorizados, nos termos da Instrução CVM nº 306/99, a administrar carteiras de valores mobiliários –, servindo de instrumento para a aplicação dos recursos coletados (FERREIRA, 2013, p. 173; 183-184).

Os fundos de investimento não possuem personalidade jurídica, podendo os cotistas, inclusive, responderem pessoalmente por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, nos

¹⁸ A CVM foi instituída, em 1976, através da Lei nº 6.385, inspirada na *Securities and Exchange Commission* da Bolsa Americana, após a valorização exponencial das bolsas de valores do Rio de Janeiro e São Paulo em 1971 (CRUZ, 2019, p. 387). Ainda que seu início tenha sido acanhado, com a edição da Medida Provisória nº 8 pelo governo federal – e posterior conversão na Lei nº 10.411/2002 – a sua autonomia e poder fiscalizador foram reforçados (CVM, 2014, p. 60), tornando-a, nos termos do art. 5º da Lei nº 6.385/1976, “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.

As competências atribuídas à CVM estão dispostas na Lei nº 6.385/1976, dentre as quais é possível destacar: a atividade regulamentar, prevista no inciso I do art. 8º da referida lei e reforçada pelo §2º do art. 1.368-C do Código Civil; a atividade fiscalizatória para com as companhias abertas e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como as informações veiculadas pelas seus agentes, conforme incisos III e V da art. 8º da referida lei; a atividade punitiva, prevista no § 6º do art. 9º da mesma lei; e a atividade consultiva para com os agentes do mercado de valores mobiliários e investidores nos termos do art. 13 da Lei nº 6.385/1976.

Conforme destaca Pedro Sabino de Farias Neto, a atuação da CVM “visa à proteção e ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, propiciando adequada segurança aos aplicadores e incentivando a capitalização das empresas com a participação do público mediante o lançamento e a negociação (compra e venda) de títulos” (FARIAS NETO, 2015, p. 636-637).

¹⁹ A Lei nº 10.303/2001 alterou o conceito de valor mobiliário constante na Lei nº 6.385/1976, de modo que passasse a englobar, também, as cotas de fundos de investimento, desde que ofertados publicamente (inciso IX, art. 2º). Assim, a competência para a regulamentação e monitoramento dos fundos de investimentos passou a ser, também, da CVM (DIAS; TRONCOSO, 2016, p. 242).

²⁰ Renato Luis Bueloni Ferreira esclarece que o fundo de investimento terá administrador e gestor. Enquanto o primeiro está incumbido de “prestar os serviços relacionados, direta ou indiretamente, ao funcionamento e à manutenção do fundo, bem como a sua representação legal”, o segundo tem como função “executar a política de investimento do fundo, definindo a estratégia de investimento dentro dos limites estipulados no regulamento” (FERREIRA, 2013, p. 183-184).

termos do art. 15 da ICVM nº 555/2014²¹ e respeitadas as previsões dos arts. 955 a 965 do Código Civil. Ainda assim, os fundos de investimento possuem capacidade processual, patrimônio próprio, escrituração contábil própria e Assembleia Geral de Cotistas, que é o órgão representativo dos investidores, ainda que de caráter deliberativo e sem funções executivas (DUFLOTH, 2017, p. 13).

A partir da aplicação, cada investidor assume a condição de cotista²², com participação – e, eventualmente, distribuição dos ganhos auferidos – proporcional ao montante individualmente aplicado, ou seja, à quantidade de cotas detidas (FARIAS NETO, 2015, p. 498).

A aplicação em fundo de investimento implica, necessariamente, a delegação a terceiro, pelo investidor, da administração de seus recursos. Tal decisão é revestida de aspectos positivos e negativos, que devem ser consideradas pelo investidor antes de consolidar sua participação.

Dentre as desvantagens, é possível mencionar: **a)** a falta de autonomia na tomada de decisões; **b)** submissão às regras previamente estabelecidas nos regulamentos dos fundos de investimentos; **c)** necessário respeito à vontade da maioria dos cotistas; *etc* (CVM, 2014, p. 93).

Em contrapartida, o investimento através de fundos permite que recursos estejam nas mãos de profissionais com *expertise*, maximizando o potencial retorno (TIBURCIO; HERMETO, 2018, p. 42-43), o que também reflete na possibilidade de acesso a diferentes mercados e diversificação da carteira de investimentos (FARIAS NETO, 2015, p. 497). Não suficiente, a aplicação conjunta, em razão do montante elevado,

permite que os aplicadores usufruam de condições mais auspiciosas e profícuas do que podem usufruir em eventual atuação de forma isolada e menos provida de recursos. Ou seja, ao ficarem estruturados sob a modalidade de fundo de investimento, os aplicadores podem conseguir no mercado melhores oportunidades e melhores taxas de rendimento em razão de aplicarem montantes mais altos de recursos (FARIAS NETO, 2015, p. 497).

Mas, ainda que os fundos de investimento participem ativamente no desenvolvimento econômico do país, os escritos ao seu respeito – seja em termos de legislação, regulamentação

²¹ “Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução”.

²² O cotista é o participante do fundo de investimento que tem a propriedade (titularidade) de uma, ou fração de uma, cota. Pedro sabino de Farias Neto define cota como sendo “a menor parcela (fração ideal) do patrimônio total do fundo de investimento, assim como a ação representa a menor parcela do capital total de uma empresa” cujo valor pode ser obtido “a partir da relação (divisão) apurada entre o valor total do patrimônio líquido do fundo de investimento e a sua quantidade vigente de cotas emitidas” (FARIAS NETO, 2015, p. 498).

ou, até mesmo, produção acadêmica – permanecem tímidos. Entretanto, com o constante crescimento das operações envolvendo fundos de investimentos no Brasil, tal situação há, também, de evoluir. Rodrigo Dufloth, ao tratar sobre os motivos que justificam a necessidade de que seja dedicado tempo a uma construção literária sobre fundos de investimento, pontua as três principais como sendo a constatação de que:

- I. temas econômicos, ligados aos mercados financeiros e de capitais, têm sido relegados a um segundo plano na doutrina comercialista brasileira;
- II. não existe base legal muito extensa a respeito dos fundos de investimento; e
- III. a maioria das questões atinentes a fundos está sujeita a atividade regulamentar, o que torna a análise mais flexível (DUFLOTH, 2017, p.12)

Conforme pontuado no Capítulo precedente, o crescimento dos fundos de investimento no Brasil se deu sem que houvesse uma sólida estrutura jurídica estabelecida. Como consequência, além da importação de mecanismos jurídicos de outros países, acabou-se por adotar, dentro do próprio ordenamento brasileiro, institutos provenientes dos regimes societários para a regulamentação dos fundos de investimento (YAZBEK, 2016, p. 372). Não sem motivo, a despeito da sua natureza jurídica de condomínio (o que será detalhado no tópico 3.1.2 do presente trabalho), os estudos acerca dos fundos de investimentos acompanham o desenvolvimento da doutrina societária (TIBURCIO; HERMENETO, 2018, p. 44).

3.1.1. Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019)

Até o advento da Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), os fundos de investimento não haviam sido objetos de lei específica²³. Como consequência, qualquer análise de tal instrumento era direcionada à regulação infralegal – cuja autoridade responsável é a CVM – e ao contexto histórico e as origens de sua criação (DIAS; TRONCOSO, 2016, p. 239-240).

A Lei de Liberdade Econômica introduziu o Capítulo X (“Do Fundo de Investimento”) no Título III (“Da Propriedade”) do Livro III (“Do Direito das Coisas”) do Código Civil pátrio, incluindo os arts. 1.368-C a 1.368-F na redação anterior.

O *caput* do art. 1.368-C reafirmou a natureza jurídica de condomínio dos fundos de investimento, reiterando suas características *sui generis* ao afastar a aplicação dos arts. 1.314 a 1.358-A do Código Civil, que dizem respeito ao regime civilista dos condomínios (§1º do

²³ Com a exceção da Lei nº 8.668/1993, que dispõe acerca da constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário em específico. A íntegra da lei está disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/18668.htm>. Acesso em 16 de novembro de 2020.

mesmo artigo). Tal dispositivo será analisada de maneira um pouco mais detalhada em subtópico a seguir.

O §2º do art. 1.368-C reiterou a competência da CVM para regulamentar os fundos de investimento através de suas instruções infralegais, por quanto o §3º simplificou o procedimento de publicidade e oponibilidade de efeitos em relação a terceiros para os fundos de investimento, ao entender que o registro do regulamento na CVM por suficiente, não sendo mais necessária a publicação em Cartório de Registro de Títulos e Documentos²⁴.

O art. 1.368-D trouxe rol de disposições que passaram a ser permitidas no regulamento do fundo de investimento, desde que observadas as normativas estabelecidas pela CVM, sendo elas:

“Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:
I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;
II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e
III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe”.

O mesmo artigo prevê, no seu §1º, complementando o inciso I, que a limitação de responsabilidade posterior em fundo de investimento originalmente constituído sem tal limitação abrangerá apenas os fatos ocorridos após a mudança no seu regulamento.

Prossegue prevendo, no §2º, em reflexo ao disposto no inciso II, que a responsabilização dos prestadores de serviços do fundo de investimento (seja gestores, administradores, consultores ou outros), levará em consideração os riscos inerentes ao mercado e à natureza da obrigação de meio de seus serviços.

Por sua vez, o *caput* do art. 1.368-E estabelece previsão legal determinando a responsabilidade direta do fundo de investimento pelas obrigações legais e contratuais por ele assumidas, afastando a responsabilidade dos prestadores de serviço, salvo nos casos em que procederem com dolo ou má-fé e que tenha havido prejuízo ao fundo. Necessário pontuar que o legislador infraconstitucional escolheu por deixar de fora a previsão de responsabilização do prestador de serviço nos casos de culpa.

²⁴ Tal previsão normativa levou à edição da ICVM nº 615/2019, que alterou e revogou dispositivos de instruções anteriores que tratavam da obrigatoriedade do registro em Cartório de Registro de Títulos e Documentos. Resolução disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20191002-2.html>>. Acesso em 17 de novembro de 2020.

O §1º do mesmo artigo positiva a aplicação das regras de insolvência civil previstas nos arts. 955 a 965 do Código Civil nos casos em que o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para sanar suas dívidas. Através de tal dispositivo, firmou-se a não aplicação da Lei de Recuperação e Falências (Lei nº 11.101/2005), tradicional das atividades empresariais, aos fundos de investimentos, afastando, mais uma vez, esse instituto das estruturas societárias previstas na nossa legislação.

Por fim, o art. 1.368-F prevê que “o fundo de investimento constituído por lei específica e regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários deverá, no que couber, seguir as disposições deste Capítulo”, sedimentando a obrigatoriedade de que fundos de investimento estruturados sigam os dispositivos incluídos pela Lei de Liberdade Econômica.

Assim, ainda que tenha ocorrido inegável avanço legislativo na inclusão dos art. 1.368-C a 1.368-F ao Código Civil, através da Lei de Liberdade Econômica, evidente que tais dispositivos não são suficientes para exaurir as orientações necessárias para o funcionamento dos fundos de investimentos em território nacional.

Não por menos, resta, ainda, à CVM, através da sua Instrução de nº 555/2014²⁵, a responsabilidade de estabelecer as normas gerais regulamentando a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.

E, em verdade, tal dispositivo normativo, ainda que composto por uma totalidade de 155 artigos das mais diversas temáticas envolvendo os fundos de investimentos, é incapaz de cobrir todas as suas especificidades, forçando a CVM a se valer de ulteriores instruções, tais quais: ICVM nº 578/2016 e 579/2016, que dispõem sobre os Fundos de Investimento em Participação; ICVM nº 356/2001 e 444/2006, que dispõe sobre Fundos de Investimento em Direito Creditórios; ICVM nº 472/2008, que dispõe sobre Fundos de Investimento Imobiliário; ICVM nº 398/2003, que dispõe sobre Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; entre outros.

²⁵ A ICVM nº 555/2014 revogou a ICVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, a qual dispunha sobre a mesma matéria.

3.1.2. Natureza Jurídica

Através da Instrução de nº 555/2014, a CVM – em consonância com o estabelecido anteriormente pela Circular de nº 2616/1995 do Banco Central do Brasil²⁶ – regulamentou o entendimento de que o “fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros” (art. 3º da ICVM nº 555/2014). A Instrução normativa segue, prevendo que o condomínio pode ser aberto – ou seja, constituído para que exista por tempo indeterminado – ou fechado – cuja duração é pré-determinada desde a sua constituição²⁷ (art. 4º da ICVM nº 555/2014).

A despeito da previsão regulamentada de que o fundo de investimento é um condomínio, a sua natureza jurídica foi – e segue sendo, ainda que em menor escala – alvo de intenso debate na comunidade jurídica. Tal discussão advém das peculiaridades desse negócio jurídico, que o afasta da concepção civilista tradicional de condomínio (REBELO, 2013, p. 1.422).

Em brevíssima síntese, é possível dividir as duas principais linhas entre aqueles que defendem a natureza condominial dos fundos de investimentos, ainda que *sui generis*, e aqueles que entendem por ser uma estrutura associativa, similar às sociedades previstas na legislação brasileira (DUFLOTH, 2017, p. 80).

Renato Luis Bueloni Ferreira, ao enumerar os pontos que distinguem os fundos de investimento da forma civilista de condomínio, destaca que: **a)** as cotas, além dos direitos patrimoniais, detém direitos políticos; **b)** o fundo exerce atividade econômica, com intuito lucrativo, sendo, inclusive, gerido profissionalmente; **c)** o lucro se manifesta pela valorização da cota e pela rentabilidade auferida; e **d)** o lucro é automaticamente incorporado ao valor da cota, sem qualquer deliberação acerca da distribuição dos resultados em assembleia geral, sendo partilhado pelos cotistas (FERREIRA, 2013, p. 180). De acordo com o autor, tais

²⁶ “Art. 1º. O fundo de investimento financeiro, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro, observadas as limitações previstas neste Regulamento e na regulamentação em vigor”.

²⁷ A CVM esclarece que, nos fundos abertos, “é permitida a entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos, assim como é permitida a saída de cotistas, por meio de resgates de cotas”. Os fundos fechados, por sua vez, não permitem a entrada e saída de cotistas ao seu *bel prazer*. Em verdade, após o período originário de captação de recursos, não são permitidos novos aportes, nem mesmos pelos antigos cotistas, e o investimento permanece intocado até o fim do período estabelecido no regulamento do fundo de investimento (CVM, 2014, p. 95).

características, além de afastar do conceito civilista, acabam por aproximar o instituto de uma estrutura associativa.

Os direitos dos cotistas de fundos de investimento também se diferenciam dos direitos garantidos aos demais tipos de condomínio, regidos pelo Código Civil. Sobre o tema, Ricardo de Santos Freitas destaca que não há, para os primeiros, a possibilidade de pleno exercício dos direitos de uso, gozo e disposição da sua cota. Os contrastes se estendem também quanto às limitações para contrair dívidas²⁸ – que, nos fundos de investimento, é de autoridade exclusiva do administrador – quanto para pagar dívidas²⁹ – tendo em vista que, nos fundos de investimentos, não há a possibilidade de se exonerar do pagamento por renúncia à sua cota (FREITAS, 2005, p. 167-169), e assim por diante.

Entretanto, fato é que a regulamentação infralegal, bem como o consolidado entendimento jurisprudencial da CVM, pacificou o entendimento de que os fundos de investimento são caracterizados como condomínios (DUFLOTH, 2017, p. 85).

Tal posicionamento foi reforçado com a promulgação da Lei de Liberdade Econômica que, ao incluir o art. 1.368-C no Código Civil, além de positivar a natureza jurídica condominial dos fundos de investimentos, reforçou sua característica *sui generis*, afastando oficialmente a aplicação dos demais artigos do Código Civil que regulamentam os condomínios:

“Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.

§ 1º Não se aplicam ao fundo de investimento as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A deste Código.

§ 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

§ 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros” (grifou-se).

Ademais, conforme mencionado no subtópico acima, ao estabelecer o regime de insolvência civil aos fundos de investimento, previsto nos arts. 955 a 965 do Código Civil (§1º do art. 1.368-E do Código Civil), e afastando em definitivo a aplicação da Lei de Recuperação Judicial e Falência (Lei nº 11.101/2005), a Lei de Liberdade Econômica afastou ainda mais os fundos de investimento das estruturas societárias previstas em nosso ordenamento jurídico.

²⁸ O art. 1.318 do Código Civil prevê que “as dívidas contraídas por um dos condôminos em proveito da comunhão, e durante ela, obrigam o contratante; mas terá esta ação regressiva contra os demais”.

²⁹ O art. 1.316 do Código Civil dita que “pode o condômino eximir-se do pagamento das despesas e dívidas, renunciando à parte ideal”.

Assim, ainda que o objetivo do presente trabalho não seja se aprofundar na discussão referente à natureza jurídica dos fundos de investimento, forçoso ressaltar o reconhecimento pelo ordenamento jurídico brasileiro de sua natureza especial, bem como suas peculiaridades e diferenciações em relação às demais formas condominiais previstas em lei.

3.1.3. Classificação dos fundos de investimento

A ICVM nº 555/2014, na Seção VI do Capítulo IX (“Carteira”), apresenta a classificação dos fundos de investimentos, separando-os em: fundos de renda fixa, fundos de ações, fundos cambiais e fundos multimercado (art. 108 da referida Instrução).

Em breve síntese, é possível classificar os fundos de renda fixa como aqueles cuja carteira é constituída por ativos que tem como fator de risco a variação da taxa de juros e/ou índices de preços (art. 109 da ICVM nº 555/2014). Os fundos de ações, de renda variável, possuem como principal fato de risco a variação do preço das ações negociadas na Bolsa de Valores (art. 115 da ICVM nº 555/2014).

Os fundos cambiais, por sua vez, estão sujeitos ao risco da variação de preço de moedas estrangeiras ou de cupom cambial (art. 116 da ICVM nº 555/2014). Por fim, os fundos multimercados são fundos de política de investimento pautada por uma variedade de fatores de risco, sem concentração em nenhum em específico (art. 117 da ICVM nº 555/2014).

Entretanto, as modalidades de fundos de investimento vão além do rol exemplificativo contido no art. 108 da ICVM nº 555/2014. Esses fundos, chamados “fundos estruturados”, devem seguir conjunto de regramento específico para sua constituição, administração e funcionamento, normalmente orientados por Instrução Normativa própria.

A CVM, ao apresentar os fundos de investimento como modalidade de investimento coletivo, conceitua os principais fundos estruturados com sendo os: fundos de investimento imobiliário, fundos de investimento em direitos creditórios, fundos de investimento em participações e fundos de financiamento da indústria cinematográfica nacional³⁰.

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC e FIDC-NP), estão regulamentados na ICVM nº 356/2001 e 444/2006³¹, podendo ser definidos como uma

³⁰ Informação contida na aba “Fundos de Investimentos” do site oficial da CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre.html>>. Acesso em 16 de novembro de 2020.

³¹ A ICVM nº 444/2006 dispõe especificamente sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados, na forma do rol previsto nos §§ 1º e 2º do seu art. 1º.

comunhão de recursos cuja aplicação do patrimônio líquido é voltada à aquisição de direitos creditórios (incisos III e IV do art. 2º da ICVM nº 356/2001)³². São fundos constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado, sendo restritos ao investidor qualificado (incisos I e III do art. 3º da ICVM nº 356/2001)³³.

Por sua vez, os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), regulamentados pela ICVM nº 472/2008, são “uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários” (art. 2º da referida Instrução), constituída na forma de condomínio fechado (§1º do art. 2º da ICVM nº 472/2008). De maneira distinta dos demais fundos de investimento, suas cotas são escriturais e nominativas, podendo ser negociadas livremente, por *ticker* próprio, em mercados regulamentados (art. 6º da ICVM nº 472/2008). Ademais, os FIIs já possuíam legislação específica dispendo sobre sua constituição e regime tributário, qual seja a Lei nº 8.668/1993.

Por fim, os Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (FUNCINE) são regulamentados pela ICVM nº 398/2003, se tratando de comunhão de recursos destinados ao financiamento de projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema – ANCINE (art. 3º da ICVM nº 398/2003). Sua constituição deve se dar na forma de condomínio fechado e com prazo de duração determinado em regulamento (art. 5º da ICVM nº 398/2003).

Veja-se, portanto, que os fundos de investimentos podem ser organizados de diversas formas, abarcando desde estruturas voltadas ao pequeno investidor (tradicionalmente mais conservador e avesso a riscos) até investidores institucionais (cuja estratégia de investimento prevê uma parcela mais arrojada, o que lhes dá maior afeição ao risco) (DUFLOTH, 2017, p. 22).

Desse ponto em diante, o presente capítulo se concentrará nos Fundos de Investimento em participações (FIPs), veículo majoritariamente adotado pelo investidor de *Venture Capital*, cujas particularidades merecem destaque, como será visto a seguir.

³² Direitos creditórios são entendidos, por força do inciso I do art. 2º da ICVM nº 356/2001, como “os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução”.

³³ Por força do art. 9º-B da ICVM nº 539/2013, “são considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados”.

3.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIPs)

Os FIPs são o veículo através do qual são implementados os investimentos em *Venture Capital*, assim como de *Private Equity*, no Brasil. Sua regulamentação é exclusivamente infralegal e se dá através das Instruções da CVM de nº 578/2016³⁴ e 579/2016³⁵.

Conforme definido pelo art. 5º da ICVM nº 578/2016, o FIP é

uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

A sua constituição se dá na forma de condomínio fechado (art. 5º da ICVM nº 578/2016), estando autorizados para aporte exclusivamente os investidores qualificados nos termos do art.º 9-B da ICVM nº 539/2013 (art. 4º da ICVM nº 578/2016). Ademais, o art. 11 da ICVM nº 578/2016 prevê que os FIPs devem manter pelo menos 90% do seu patrimônio líquido nos ativos estabelecidos no art. 5º supramencionado.

Conforme leciona Otávio Yazbek, os fundos de investimento, de modo geral, são veículos utilizados para investimentos financeiros, caracterizados pelo distanciamento com a empresa investida e pela limitação da participação no investimento ao aporte de capital. O mesmo não é possível dizer dos investimentos realizados por meio dos FIPs, nos quais se constitui “uma relação mais próxima entre o fundo investidor, a companhia investida e os acionistas originários (os fundadores) da companhia” (YAZBEK, 2016, p. 375).

De fato, em linha com o anteriormente pontuado no Capítulo 1 do presente trabalho, o aporte de capital realizado por veículos de *Venture Capital* pressupõe a participação ativa na administração da *Startup*, motivo pelo qual assume a nomenclatura de *smart money* (ARBIX, 2017, p. 207). Os investidores, através da sua *expertise* administrativa e gerencial, atuam diretamente na gestão da sociedade investida, visando a garantir a valorização da participação detida (YAZBEK, 2016, p. 374).

Ainda sobre o mesmo tópico, Erik Frederico Oioli, José Alves Ribeiro Jr. e Henrique Lisboa, ao tratar sobre a participação do FIP na empresa investida, destacam que não basta a simples participação no capital social,

³⁴ Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIPs.

³⁵ Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIPs.

sendo necessário que tais participações confirmem ao fundo a capacidade de participar no processo decisório da sociedade investida e a possibilidade de influenciar a definição de sua política estratégica, bem como na própria gestão da sociedade investida (OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 130).

Essa prerrogativa do FIP de efetivamente intervir na sociedade investida não vem por dispositivo previsto nas Instruções da CVM ou qualquer outro meio legislativo ou regulatório³⁶, sendo necessário que as partes envolvidas (FIP e *Startup*) celebrem negócio jurídico estabelecendo tais direitos, bem como sua extensão.

Conforme destaca o art. 6º da ICVM nº 578/2016, a participação do FIP no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer através: **a)** da detenção de ações que integrem o bloco de controle; **b)** de previsão em acordo de acionista; e **c)** da celebração de qualquer outro tipo de contrato, acordo, negócio jurídico ou procedimento que assegure efetiva influência na sua política estratégica e na sua gestão.

Por mais que o art. 5º estabeleça o requisito essencial de participação na sociedade indecisa, a própria ICVM nº 578/2016 enumera, em rol exaustivo, as possibilidades em que tal influência é dispensada:

“Art. 6º. [...] Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando:

I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou

II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado”.

Na mesma linha, o art. 7º da ICVM nº 578/2016 afasta o requisito de influência política do art. 5º nos investimentos em companhias abertas listadas na Bolsa de Valores que possuam padrões de governança corporativa mais estritos que os previstos em lei, desde que o investimento represente até 35% do capital subscrito do fundo³⁷.

As companhias fechadas – tais quais as *Startups* que são o objeto das operações de *Venture Capital* – que vierem a receber capital de FIPs devem seguir, ao menos, as práticas de governança enumeradas no art. 8º da ICVM nº 578/2016. São elas:

³⁶ Quanto ao ponto, necessário reafirmar, conforma já apresentado no Capítulo 1 do presente trabalho, que o investimento de *Venture Capital*, tradicionalmente, não implica na aquisição de ações suficientes para garantir ao FIP poder de controle por maioria de poder de voto.

³⁷ “Art. 7º. O requisito de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas de que trata o art. 5º não se aplica ao investimento em companhias investidas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, que assegure, por meio de vínculo contratual, padrões de governança corporativa mais estritos que os exigidos por lei, desde que corresponda a até 35% (trinta e cinco por cento) do capital subscrito do fundo”.

“Art. 8º. As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de até 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração, quando existente;

III – disponibilização para os acionistas de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de obtenção de registro de companhia aberta categoria A, obrigar-se, perante o fundo a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade administradora de mercado de balcão organizado que assegura, no mínimo, práticas diferenciadas de governança corporativa previstas nos incisos anteriores;

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM”.

A Instrução CVM nº 578/2016 segue dispondo acerca das obrigações na constituição, funcionamento e administração dos FIPs. São, entretanto, dispositivos que fogem do escopo do presente trabalho, não sendo cabível elaboração mais detalhada.

Da mesma maneira, a ICVM nº 579/2016, apesar de introduzir orientações que são essenciais ao adequado tratamento tributável dos FIPs, não apresenta dispositivos que interfiram no objeto desse estudo, dispensando-se ulteriores explicações.

Para além das orientações presentes na ICVM nº 578/2016 e 579/2016, os FIPs também devem seguir o estabelecido na “sua política de investimento, normas de funcionamento, prazos, regras de governança e gestão previstas de forma detalhada no regulamento do fundo aprovado pelo seu administrador junto a CVM” (MENEZES; PINIANO, 2017, p. 404-405).

Na prática, ainda que as previsões de participação na empresa investida possam estar presentes em diversos mecanismos contratuais – tais como o contrato de compra de participação, ou, até mesmo, memorando de entendimento –, o instrumento tradicionalmente adotado é o acordo de acionistas, motivo que justifica o Capítulo 3 do presente trabalho.

3.2.1. Modalidades de FIPs

O art. 14º da ICVM nº 578/2016 distingue cinco classificações de FIPs: capital semente, empresas emergentes (FIP-EE), infraestrutura (FIP-IE), multiestatégia e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I).

Como forma de garantir uma contextualização mais precisa dos investimentos realizados por FIPs, será apresentado breve resumo sobre quatro das modalidades, além de

incluso subcapítulo especificamente sobre o FIP Capital Semente, que é o veículo tradicionalmente adotado nas operações de *Venture Capital*. Contudo, é necessário esclarecer, de pronto, que o intuito da presente exposição não é exaurir ou aprofundar tal discussão, apenas garantir que será oferecido um panorama completo sobre as modalidades de FIPs.

3.2.1.1.FIP Capital Semente

O FIP Capital Semente é inovação da ICVM nº 578/2016, não existindo na ICVM nº 391/2003, que regulamentava os FIPs até 2016. A sua criação se deu com “o objetivo de fomentar o desenvolvimento de *Startups* e empreendedores de pequeno porte em diferentes áreas de atuação” (ABVCAP, 2018, p. 08). Não surpreendentemente, é a modalidade mais utilizada para investimentos de *Venture Capital* no Brasil.

A ICVM nº 578/2019, ao dispor sobre os FIPs Capital Semente, determina que as companhias-alvos devem ter “receita bruta anual de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões e reais), apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos três exercícios sociais” (inciso I do art. 15º da ICVM nº 578/2016).

As disposições previstas pela CVM relativas a receita bruta anual, são, de modo geral, pensadas de modo a limitar a categoria do FIP Capital Semente para os investimentos em *Startups* em fases iniciais, que são, justamente, o alvo dos investimentos em *Venture Capital*. Essas sociedades estão, normalmente, ainda em “processo de pesquisa, avaliação de mercado e desenvolvimento de primeiros protótipos e testagem do produto ou serviço a ser oferecido ao mercado” (OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p. 132).

Além da limitação objetiva dos valores a serem investidos, a escolha por esse tipo de investimento se dá em razão do seu benefício específico de dispensa das disposições sobre governança corporativa exigidos no art. 8º da ICVM nº 578/2016 (OIOLI; RIBEIRO JR.; LISBOA, 2019, p.132), conforme indica o inciso II do art. 15º da Instrução.

Ainda que os Fundos de *Venture Capital* tendam a melhorar as práticas de governança corporativa nas empresas investidas (ABVCAP, 2018, p. 09), a dispensa de obrigatoriedade das práticas de governança corporativa do art. 8º da ICVM nº 578/2016 é verdadeiro diferencial na escolha esse tipo de FIPs, pois permite economia de recursos financeiros por parte da *Startup* investida que, nesse momento do seu ciclo de vida, não seria capaz de suportar a integralidade

de tal ônus sem prejuízo de toda a operação. Assim, na negociação do investimento, as partes podem negociar as práticas de governança corporativa que entendem ser devidas para o sucesso da operação e do empreendimento.

3.2.1.2. Demais modalidades de FIPs

Conforme adiantado, além da modalidade de Capital Semente, a ICVM nº 578/2016 apresenta outras quatro categorias de FIPs: empresas emergentes (FIP-EE), multiestratégia, infraestrutura (FIP-IE) e produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (FIP-PD&I).

O FIP-EE está previsto no art. 16 da ICVM nº 578/2016, o qual determina que as companhias investidas por essa modalidade de investimento devem “ter receita bruta anual de até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais” (inciso I do art. 16 da ICVM nº 578/2016).

O FIP-EE se aproxima muito do FIP Capital Semente, sendo que a distinção entre as modalidades se dá, principalmente, de acordo com a receita bruta anual das sociedades investidas, bem como pela totalidade dos ativos dos controladores (REIS, 2018, p. 31).

Outro ponto de diferenciação entre as modalidades é de que o FIP-EE estão dispensados apenas parcialmente de cumprir as práticas de governança corporativa previstas no art. 8º da ICVM nº 578/2016, devendo, ainda seguir os incisos III, V e VI do referido artigo.

Por fim, cabe mencionar que a possibilidade de investimento em empresas emergentes por fundos de investimentos havia sido regulamentada pela CVM anteriormente, através das Instruções de nº 209/1994 e 278/1998, bem como subseqüentes alterações pontuais, sendo que ambas foram revogadas pela ICVM nº 578/2016.

O FIP-IE e o FIP-PD&I, regidos pelo art. 17 da ICVM nº 578/2016, possuem limitação no objeto de investimento para que sejam projetos de infraestrutura, no caso do FIP-IE, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, no caso do FIP-PD&I, nos setores de: energia; transporte; água e saneamento básico; irrigação; e outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.

Essas duas modalidades de FIP têm até 180 dias após o registro de funcionamento na CVM para iniciar suas atividades e atingirem o nível de investimento estabelecido na Instrução, conforme dita o §3º do art. 17 da ICVM nº 578/2016.

O FIP Multiestratégia, por sua vez, é o enquadramento dado para os FIPs que não se encaixam nas demais categorias por permitirem investimento em diferentes tipos e portes de companhias (art. 18º da ICVM nº 578/2016).

Em razão da particularidade da sua constituição, possui algumas prerrogativas a depender do tipo de investimento realizado. O §1º do art. 18 da ICVM nº 578/2016 determina que o FIP Multiestratégia faz jus às mesmas dispensas que os FIPs Capital Semente e Empresas Emergentes, desde que cumpram integralmente os dispositivos aplicáveis a essas modalidades, inclusive quanto a renda bruta anual da companhia a ser investida³⁸.

Além disso, os FIPs Multiestratégia, quando destinados exclusivamente a investidos profissionais³⁹, podem optar por investir até 100% (cem por cento) do seu capital em ativos estrangeiros, desde que haja previsão expressa para tal no regulamento, bem como do percentual máximo do capital subscrito que poderá ser alocado (§2º do art. 18 da ICVM nº 578/2016).

3.3. CONCLUSÃO PARCIAL

Nesse ponto do trabalho, cabe sintetizar algumas conclusões decorrentes dos capítulos anteriores.

A partir das informações apresentadas no primeiro capítulo, é possível inferir a complexidade da dinâmica de investimento envolvendo os entusiastas do *Venture Capital* e as

³⁸ “Art. 18. [...] § 1º O FIP – Multiestratégia faz jus às dispensas de que tratam o: I – art. 15, II, ao investir em companhias ou sociedades limitadas que apresentem receita bruta anual nos termos do art. 15, I, e desde que observe integralmente os demais dispositivos aplicáveis aos FIP – Capital Semente e previstos no art. 15; e II – art. 16, II, ao investir em companhias que apresentem receita bruta anual nos termos do disposto no art. 16, I, e desde que observe integralmente os demais dispositivos aplicáveis aos FIP – Empresas Emergentes e previstos no art. 16”.

³⁹ De acordo com o art. 9º-A da ICVM nº 539/2013, “são considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes”.

Startups, especialmente considerando os riscos inerentes à operação. Entretanto, conforme destacado no capítulo inicial, no Brasil, em adendo aos riscos tradicionais, apresenta cenário de insegurança jurídica – decorrente tanto da adoção de institutos jurídicos importados de países de *common law*, quanto do estágio embrionário que se encontra a legislação e a regulamentação nacional.

No segundo capítulo do presente trabalho, ao analisar pormenorizadamente a legislação infralegal e a regulamentação disponibilizada pela CVM acerca dos FIPs, foi possível perceber que, ainda que extensa, o regramento pátrio disponível é insuficiente para regulamentar as operações de *Venture Capital* em *Startups* em sua completude.

Em razão disso, a prática brasileira estabeleceu como comportamento padrão a utilização de acordos de acionistas como instrumento para estabelecer as diretrizes que nortearão a relação acionário entre o FIP e a *Startup* após o investimento. O fundamento pra essa adoção é simples: do contrário, o FIP estaria sujeito, enquanto acionista minoritário, à liberalidade dos acionistas majoritários – via de regra, os empreendedores fundadores, que possuem conhecimento gerencial, mercadológico e financeiro módico em comparação ao FIP investidor.

Assim, no capítulo a seguir, será apresentado o acordo de acionistas, seguindo-se para a análise das cláusulas contratuais, nas suas mais variadas categorias e espécies, que estão à disposição do FIP como mecanismos protetivos do investimento.

4.A UTILIZAÇÃO DO ACORDO DE ACIONISTAS COMO MECANISMO DE PROTEÇÃO AO FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

4.1. ACORDO DE ACIONISTAS

O acordo de acionistas é o instrumento contratual celebrado entre os sócios de uma companhia – sendo, portanto, negócio jurídico privado e parassocial – visando estabelecer a obrigatoriedade de determinados comportamentos entre as partes no cotidiano empresarial (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 123-124).

Conforme ensina MUNIZ,

o acordo de acionistas é um instituto extremamente importante para viabilizar iniciativas empresariais, em que duas ou mais pessoas distintas se associam, e deve ser conceituado como gênero e negócios jurídicos que tem em comum o fato de uma ou mais partes contraírem obrigações acerca da forma como serão exercidos os direitos advindos da condição de acionistas de uma companhia (MUNIZ, 2015, p. 337).

Essa relação entre os futuros acionistas – os atuais sócios da sociedade e os investidores que estão entrando no negócio – é, em última análise, uma relação contratual, regida pelo Código Civil, no que for cabível. O Código Civil, por sua vez, confere às partes ampla liberdade de contratar, inclusive através de contratos atípicos (sem forma prevista em legislação), desde que respeitem os princípios gerais dos contratos, nos termos do art. 425⁴⁰.

Então, assim como qualquer negócio jurídico, o acordo de acionistas deve preencher os requisitos de validade existentes no ordenamento jurídico, sendo eles: agente capaz, objeto lícito e forma prescrita ou não defesa em lei. Sua adoção de maneira a desviar ou abusar do poder, ou lesar a sociedade de qualquer maneira, modificando suas finalidades, torna-o inválido (CARVALHOSA apud RIZZARDO, 2007, p. 489-493).

Ou seja, o acordo de acionistas pode ser utilizado para composição de interesses entre os signatários, sem poder, contudo, modificar a estrutura e o funcionamento da sociedade (RODRIGUES, 2019, p. 40). Da mesma maneira, não é permitido que o acordo de acionistas seja utilizado como instrumento para a sobreposição dos interesses dos acionistas aos interesses da companhia (PROENÇA, 2014, p. 81).

⁴⁰ “Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código”.

As matérias que são tradicionalmente regulamentadas através de acordo de acionistas estão presentes no art. 118 da LSA, sendo elas: compra e venda de ações, preferência para aquisição de ações, exercício do direito a voto e poder de controle da sociedade. Não há impedimentos legais, diante dos princípios da liberdade de autorregulação e autovinculação, para que o acordo de acionistas regule outras situações, mas estas disposições *extra legem* terão eficácia somente perante os signatários, não possuindo o poder de vincular terceiros (REBELO, 2013, p. 1.771⁴¹).

Apesar de eficaz perante os acionistas participantes desde o momento da sua assinatura, ele só é imponível à companhia quando arquivado na sua sede e a terceiros após a averbação nos livros de registro (*caput* e §1º do art. 118 da LSA).

Cumpridos os requisitos de eficácia, o acordo de acionistas – no que tange ao disposto no *caput* do art. 118 da LSA – deve ser respeitado pelos administradores, sob pena destes responderem por prejuízos causados às partes, aos demais sócios, à sociedade e a terceiros. O mesmo não vale para outras matérias reguladas no acordo de acionistas, justamente por serem obrigatórias apenas entre os signatários (PROENÇA, 2014, p. 83).

O acordo de acionistas não busca somente resguardar os interesses individuais dos signatários, mas também assegurar a perenidade do negócio, estabelecendo regras de comportamento ante eventual necessidade de resolução de conflito (RODRIGUES, 2019, p.40). Evidente, portanto, a necessidade que tais direitos e obrigações sejam juridicamente vinculantes, de modo que possam ser, em caso de desentendimento entre os sócios, cobrados judicialmente no futuro (FALCÃO, 2017, p. 29).

No âmbito das *startups*, o acordo de acionistas é o instrumento através do qual os investidores apresentam suas principais exigências aos demais sócios da companhia recebedora do capital (REBELO, 2013, p. 1.795). Esse mecanismo é essencial para garantir a confiança do FIP no investimento, pois permite a fixação de prerrogativas que não lhe seriam tradicionalmente cabíveis na posição de sócio minoritário (RODRIGUES, 2019, p. 41).

A prática comum é de acompanhamento minucioso da companhia investida, bem como exigência de prestação de contas anual. Em alguns casos, o FIP exige atuação direta na administração da companhia, de modo que se utiliza do acordo de acionistas para deter a

⁴¹ No mesmo sentido, as observações de José Marcelo Martins Proença, em recente artigo acerca dos direitos e deveres dos acionistas (2014, p. 83).

prerrogativa de indicar diretores e/ou membros dos conselhos administrativo e fiscal (FALCÃO, 2017, p. 31).

São, também, de sensível importância aos sócios fundadores, justamente por, no entendimento de Amanda Visentini Rodrigues, a depender da negociação entre as partes,

conferirem a possibilidade de estabelecerem quóruns que exijam a participação de todos os sócios fundadores em matérias que sejam mais estratégicas ou que permitam ao sócio detentor do conhecimento técnico inerente à atividade da startup o direito de vetar determinadas matérias de cunho operacional, ainda que seja detentor de participação minoritária no capital social da sociedade (RODRIGUES, 2019, p. 41).

Tradicionalmente, os acordos de acionistas são divididos em três categorias distintas, que serão adotadas no presente trabalho, quais sejam: (i) acordos de voto; (ii) acordos de controle; e (iii) acordos de bloqueio. Desde já, importante destacar que a separação dos acordos de acionistas em categorias não impede que o acordo final adotado englobe mais de uma, ou todas, as possibilidades apresentadas.

Os acordos de voto, na doutrina americana chamados de *pooling agreements*, são aqueles em que os acionistas se obrigam a exercer o direito de voto em bloco, para atuação conjunta (CRUZ, 2019, p. 422). Comumente, são utilizados para a união de acionistas minoritários, de modo a constituir uma maioria acionária passível de orientar a atuação da sociedade (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 145).

A utilização do *pooling agreement* pode ser benéfica para os fundadores da *Startup*, de modo que possam organizar seu comportamento de voto para melhor atuar perante o investidor (SILVA, 2017, p. 166)⁴². Entretanto, nas operações de *Venture Capital*, se observa a utilização prioritária de tais acordos para, por exemplo, limitar o poder de voto dos acionistas majoritários, garantir poder de veto ao FIP, dentre outras possibilidades que serão tratadas de maneira detalhada nos subtópicos abaixo.

Os acordos de controle, por sua vez, dizem respeito às disposições que regulamentam a administração da companhia, bem como a atuação dos seus administradores, após a assinatura do contrato de investimento. Através dele, firmam-se alinhamentos para o exercício de concessões ou exigências, tanto unilaterais quanto recíprocas (RIZZARDO, 2007, p. 490).

Os acordos de bloqueio, os mais frequentemente utilizados na prática, dizem respeito à negociação de ações e ao exercício do direito de preferência na sua aquisição (CRUZ, 2019,

⁴² Marcus Alexandre da Silva explica que, para viabilizar a votação através desses acordos de voto, é necessário que haja reunião prévia com a presença daqueles que são vinculados ao acordo, quando deliberarão o modo pelo qual exercerão o voto, em bloco, em votação posterior (SILVA, 2017, p. 165-166).

p. 422). Seu objetivo é restringir a livre circulação das ações vinculadas ao acordo de acionistas, o que, nas operações de *Venture Capital*, ocorre, normalmente, com a inclusão de cláusulas estabelecendo a proibição de venda pelos fundadores por um certo período (*lock up*), o direito de saída conjunta (*tag along*) ou de venda forçada (*drag along*), entre outros (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 145).

Considerando-se que o art. 36 da LSA proíbe a inclusão de regras que limitem ou impeçam a livre circulação das ações no estatuto social da companhia⁴³, impõe-se que as limitações dos acordos de bloqueio estejam minuciosamente previstas (RODRIGUES, 2019, p. 42).

É possível, por meio do acordo de acionistas, a estipulação de políticas de bonificação de gestores e funcionários, através, por exemplo dos planos de opção de compra de ações (*stock option plan*) ou aquisição progressiva de direitos sobre o negócio (*vesting*), como um modo para manter a equipe motivada (SILVA, 2016, p. 81). Nesses casos, entretanto, exige-se a vinculação de todos os acionistas ao acordo. Ademais, o tópico foge do escopo do presente trabalho, não cabendo maiores digressões.

Por fim, cabe mencionar que as cláusulas que serão tratadas abaixo não são exclusivas ao acordo de acionistas, podendo ser utilizadas em diversas etapas de contratação de um investimento (REIS, 2018, p. 121), mas serão tratadas nesse momento específico da relação negocial, em adequação ao tema do trabalho.

Necessário pontuar, também, que não se exige que os acordos de acionistas prevejam todas as disposições apresentadas. Pelo contrário, cada relação contratual deve avaliar as opções de restrições que existem, para realizar escolha fundamentada da mais adequada ao negócio em específico.

4.2. CLÁUSULAS DE RESTRIÇÃO DE DIREITOS DOS ACIONISTAS

A categoria das cláusulas de restrição de poder é referente às limitações voluntariamente impostas, através do acordo de acionistas, ao exercício regular e legalmente estabelecido dos poderes tradicionais dos acionistas, tais quais o exercício de voto e a possibilidade de dispor das suas ações do modo que lhe aprouver.

⁴³ “Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas”

O direito de voto⁴⁴ está, juntamente ao direito de divisão de lucro, entre os direitos básicos de um acionista (DE VRIES; VAN LON; MOL, 2017, p. 100), ainda que não seja considerado, pelo legislador infraconstitucional, um direito essencial do acionista⁴⁵. Na legislação brasileira, o direito de voto está previsto no art. 110 da Lei de Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404/1976), o qual garante ao acionista voto unitário e individual para cada ação ordinária que possua.

Isso quer dizer que, na realidade das operações de *Venture Capital*, em que o FIP adquire participação minoritária na companhia investida, o investidor não teria poder decisório, estando sujeito às decisões dos fundadores da *Startup*, acionistas majoritários. Como modo de contornar essa situação, os acordos de acionistas das operações de *Venture Capital* costumam incluir cláusula de voto afirmativo ou cláusula de veto (DE VRIES; VAN LON; MOL, 2017, p. 101).

A cláusula de voto afirmativo, de maneira bastante sucinta, determina a necessidade de que o FIP aprove a decisão tomada pela maioria dos votos para que ela seja válida. A cláusula de veto, por sua vez, é a possibilidade de o FIP vetar decisão sobre a qual discorde. Na prática, ambas as cláusulas têm o mesmo efeito: tornar necessária a aprovação do FIP (WITTE, 2017, p. 125).

O veto, ou voto afirmativo, é, afinal, “direito indireto de controlar a sociedade na qual se investiu, utilizado pelos administradores dos FIPs para proteger a participação societária e a continuidade do plano de negócios” (REBELO, 2013, p. 1.849). Trata-se, portanto, de direito necessário para que o FIP possa monitorar o correto andamento da empresa investida (ARBIX, 2017, p. 205).

Necessário pontuar que o voto afirmativo/veto não é utilizado para decidir questões corriqueiras da *Startup*, mas sim temas relevantes, que afetam diretamente o ativo da sociedade.

⁴⁴ Marcelo Lamy Rego define direito de voto como sendo o direito do acionista de “manifestar sua vontade na Assembleia Geral, a favor ou contra a aprovação de proposta de deliberação e de ter seu voto computado na formação da vontade social” (REGO *apud* BULHÕES PEDREIRA; LAMY; 2019, p. 278).

⁴⁵ A LSA, ao estabelecer, no seu art. 109, os direitos essenciais dos acionistas, elencou os direitos de: “I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei”. Ademais, no caput do art. 111 da mesma Lei, temos a previsão de que “o estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109”.

Daniel Arbix ao tratar do tema, elenca as principais decisões que normalmente requerem o aval do investidor, sem prejuízo das demais matérias elencadas no art. 136 da LSA:

tomada de empréstimos, realização e gastos e assunção de obrigações acima de determinados limites financeiros; emissão de valores mobiliários ou mudanças nos valores mobiliários já emitidos; distribuição de lucros; adoção de nova linha de produtos ou abandono de alguma existente; política de remuneração de executivos; etc (ARBIX, 2017, p. 205).

As cláusulas que restringem o poder decisório dos acionistas são tradicionais dos acordos de voto – pontuando-se, contudo, conforme mencionado no tópico acima, que não há restrição à sua inclusão em outras modalidades de acordo de acionistas.

A modalidade seguinte de cláusulas de restrição de poder diz respeito àquelas que limitam o poder do acionista de dispor das suas próprias ações, mais tradicional dos acordos de bloqueio, exercida através das cláusulas de direito de preferência, dividida entre direito de primeira recusa e direito de primeira oferta.

Quando se trata de sociedades limitadas, o Código Civil prevê, expressamente, no art. 1.057, o direito de preferência na aquisição de quotas. O mesmo não ocorre na legislação infraconstitucional das sociedades por ações⁴⁶, motivo pelo qual a inclusão da sua previsão é necessária no acordo de acionistas (RODRIGUES, 2019, p. 43).

O direito de preferência pode ser dividido em direito de primeira recusa e direito de primeira oferta, sendo o primeiro mais comum na prática brasileira.

O direito de primeira recusa diz respeito à faculdade dos demais acordantes de, na eventualidade de uma das partes receber uma oferta para a compra de suas ações, adquirirem essas ações, nas mesmas condições da oferta do terceiro (BOTREL, 2017, p. 350). Nesse caso, o acionista, ao tomar conhecimento da existência da oferta, deve expressar a sua recusa ou sua intenção em adquirir as ações ofertadas (SILVA, 2017, p. 171).

O direito de primeira oferta, por sua vez, adota a lógica diretamente inversa. Em suma, o direito de primeira oferta impõe ao acionista que deseja vender suas ações o dever de ofertar sua parte primeiramente aos demais acionistas acordantes. Caso estes optem por não adquirir a

⁴⁶ Nesse ponto, é necessário prestar um esclarecimento acerca do capítulo sobre direito de preferência na LSA. No acordo de acionistas, o direito de preferência diz respeito ao direito de adquirir ação já existente, caso outro acionista esteja interessado em vendê-la. O direito de preferência estabelecido no art. 171 da LSA diz respeito ao direito dos atuais acionistas subscreverem futuros aumentos de capital que possam vir a ocorrer através de emissão de novas ações, na proporção da atual participação e, regra geral, sobre a mesma espécie e classe de ação (PINTO JUNIOR, 2014, p. 272).

O direito de preferência aqui mencionado também se difere do direito de preferência que pode ser garantido, através de ações preferenciais, em casos de liquidação (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 84). Apesar de ser outra possibilidade de cláusula a ser prevista em acordo de acionistas, não é foco de estudo do presente trabalho.

participação acionária, o acionista ofertante poderá vendê-la a terceiros na mesma condição, sem qualquer outra restrição (BOTREL, 2017, p. 350).

Difere-se da possibilidade anterior, entretanto, por ser um modo de reverter o desestímulo que um terceiro poderia ter ao apresentar uma proposta de compra de ações sujeitas ao direito de primeira recusa, ao saber que outro acionista pode ameaçar a continuidade da transação (RODRIGUES, 2019, p. 43).

Contudo, é necessário que os pormenores do direito de preferência, tais quais o procedimento e os prazos a serem seguidos, estejam expressos na cláusula, de modo que sejam evitadas eventuais futuras alegações de nulidade ou ineficácia (RODRIGUES, 2019, p. 43).

O Superior Tribunal de Justiça firmou entendimento, através do REsp 1620702/SP, em julgamento da Terceira Turma, com relatoria do Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, acerca da obrigatoriedade do cumprimento da cláusula de direito de preferência prevista em acordo de acionistas, ainda que uma das partes da compra das ações vinculadas não estivesse ciente do acordado, em caso similar, envolvendo sociedade anônima de capital fechado. Veja-se:

“RECURSO ESPECIAL. CIVIL, EMPRESARIAL E PROCESSUAL CIVIL. AÇÕES. COMPRA E VENDA. PODER DE CONTROLE. ACORDO DE ACIONISTAS. DIREITO DE PREFERÊNCIA. DESCUMPRIMENTO. SIMULAÇÃO. AQUISIÇÃO POR INTERPOSTA PESSOA. NEGÓCIO JURÍDICO. NULIDADE.

1. Ação ordinária por intermédio da qual se busca a declaração de nulidade da compra e venda de ações efetuadas em possível descumprimento a acordo de acionistas e mediante simulação.

2. O acordo de bloqueio, ainda que entabulado apenas pelos acionistas majoritários, deve ser respeitado por quem se obrigou a não efetuar a compra das ações sem antes conceder o direito de preferência, nada importando se o vendedor tinha ciência da avença em questão. [...]

8. Recurso especial provido” (REsp 1620702/SP, Rel. Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA, TERCEIRA TURMA, julgado em 22/11/2016, DJe 29/11/2016).

A ementa prossegue, pontuando que “*o arquivamento do acordo de acionistas na sede da companhia impõe à própria sociedade o dever de observância quanto ao que fora pactuado, inclusive perante terceiros*”, desde que cumpridos os requisitos estabelecidos no *caput* e no §1º do art. 118 da LSA⁴⁷, conforme visto anteriormente no presente trabalho.

⁴⁷ “Art. 118. Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede. § 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.”

É possível que os acordos de acionistas contenham também cláusula de *lock-up*⁴⁸, destinada a obrigar o empreendedor a permanecer na sociedade por um determinado período de tempo e sob certas condições, até que determinada métrica seja atingida (REIS, 2018, p. 123).

Sabe-se que a Constituição Federal previu, no seu art. 5º, a plena liberdade de associação, desde que para fins lícitos (CF/88, art. 5º, inciso XVII). Ao contrastar a cláusula de *lock-up*, instituto jurídico proveniente do direito estadunidense, com referido dispositivo constitucional, poderia levantar discussão acerca da sua constitucionalidade. Entretanto, conforme esclarece Amanda Visentini Rodrigues,

não há que se falar em violação ao princípio da livre associação desde que as restrições sejam estabelecidas por prazo determinado e sejam justificadas por uma combinação de fatores como a natureza das atividades desenvolvidas pela sociedade, a relevância das funções do sócio para o sucesso de tais atividades e os investimentos realizados no empreendimento considerando-se os dois requisitos anteriores (RODRIGUES, 2019, p. 42).

De fato, a previsão de *lock-up* é justificável ao se considerar que, em *Startups*, a essência e a *expertise* do negócio – patrimônio intangível – se concentram, muitas vezes, nos seus sócios fundadores (SILVA, 2017, p. 170). Ademais, a saída dos sócios fundadores pode prejudicar o relacionamento com funcionários e colaboradores, colocando em risco o potencial lucrativo da empresa (BOTREL, 2017, p. 60).

Evidente, portanto, os motivos pelos quais os FIPs buscam evitar a saída do empreendedor da *captable*⁴⁹ da sociedade, e conseqüente abandono das suas funções administrativas, pelo menos até que o crescimento da *Startup* não esteja mais atrelado à figura dos seus sócios fundadores (RODRIGUES, 2019, p. 42).

O descumprimento da cláusula de *lock up* dá causa a aplicação de penalidade contra o infrator, que deve estar igualmente prevista no acordo de acionistas. Via de regra, a penalidade é a “*possibilidade de o investidor adquirir forçosamente a participação do empreendedor por um preço abaixo do valor de mercado, de forma proporcional ao prazo decorrido para a*

⁴⁸ A prática estabeleceu a possibilidade de se utilizar, além da cláusula de *lock-up*, de cláusula de *standstill period*, que “estabelece que o acionista controlador não poderá reduzir por determinado período de tempo a sua participação acionária abaixo de certo limite” (GARRIDO; COELHO, 2016, p. 139). Assim, ao invés de limitar a venda da totalidade da participação do acionista, veda apenas a venda, por parte dos fundadores, de quantidade suficiente para a troca do controle societário, o que poderia modificar a filosofia e os objetivos da *Startup* (REIS, 2018, p. 123). Se aplica à cláusula de *standstill period* as mesmas limitações que à cláusula de *lock-up*, conforme será visto logo em seguida.

⁴⁹ Conforme definição de Guilherme Peres Potenza e Marcelo Shima Luize, *cap table* é “tabela de capitalização, ou a planilha que demonstra o quadro societário completo de uma sociedade, contemplando, inclusive, títulos, direitos ou valores mobiliários que dão direito a alguma parte de possuir participação na empresa-alvo – o que chamamos de análise em bases totalmente diluídas” (POTENZA; LUIZE, 2017, p. 148).

obrigação de lock-up, com preferência sobre qualquer terceiro” (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 453).

Ainda que se admita a vedação à alienação das ações dos acionistas através da cláusula de *lock-up*, evidentemente que esta previsão não pode ser irrestrita, devendo haver estipulação sobre seu prazo de vigência, bem como ser compatível com a natureza das atividades realizadas e com o aporte realizado, sob pena de ocorrer efetiva violação à liberdade de associação prevista na CF/88 (BOTREL, 2017, p. 338).

A cláusula de *lock-up* tradicionalmente vem acompanhada da cláusula de *non-competete*. Por quanto a cláusula de *lock-up* busca manter o empreendedor na sociedade, a cláusula de *non-competete* (ou não-concorrência) visa impedir que o sócio fundador da *Startup* em que o FIP adquiriu participação concorra com as atividades da empresa (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 452).

Ainda sobre a definição da cláusula de *non-competete*, João Otávio Pinheiro Olivério esclarece que

resulta no compromisso de uma parte não competir com a outra em determinado ramo de negócio, caso venha a se desvincular daquela ou, ainda, em menor escala, caso a relação estipulada em determinado contrato seja tão intensa e vinculante que o acesso às informações trocadas realmente estratégicas exige um maior comprometimento em relação à exploração pelas partes de um determinado ramo de negócios (OLIVÉRIO, 2016, p. 63).

A previsão de não-concorrência serve como proteção ao investimento do FIP, por resguardar o negócio da *Startup* investida “mesmo após a saída dos sócios fundadores ou de colaboradores estratégicos, que possuem acesso a muitas informações confidenciais e a um know-how específico” (WITTE, 2017, p. 120).

Assim como a cláusula de *lock-up*, sua aplicação não é isenta de limites. De fato, é necessário que seja estabelecido, de forma objetiva, restritiva e criteriosa, as atividades da *Startup*, de modo que se justifique seu atrelamento à cláusula de não-competição (OLIVÉRIO, 2016, p. 65).

Tal cautela se justifica porque a cláusula de *non-competete* possui, ainda, o risco adicional de ser interpretada a partir dos princípios que regem a obrigação trabalhista. A jurisprudência trabalhista definiu a posição de que esta cláusula, quando irrestrita, fere

diretamente o direito constitucional de trabalhar, estabelecido no inciso XIII do art. 5º da CF/88⁵⁰.

O Tribunal Superior do Trabalho, no julgamento do Recurso de Revista nº 2529-21.2011.5.02.0003, pela Segunda Turma, com relatoria da Ministra Delaíde Miranda Arantes, firmou entendimento de que, para que a cláusula de *non-competere* possa ser considerada válida perante o ordenamento jurídico brasileiro, alguns requisitos devem ser cumpridos. Veja-se:

“I - AGRAVO DE INSTRUMENTO EM RECURSO DE REVISTA [...] CLÁUSULA DE NÃO CONCORRÊNCIA. VALIDADE. OBSTÁCULO PARA O INGRESSO NO MERCADO DE TRABALHO. Demonstrada possível violação do art. 5º, XIII, da Constituição Federal, impõe-se o provimento do agravo de instrumento para determinar o processamento do recurso de revista. Agravo de instrumento provido.

II - RECURSO DE REVISTA DO RECLAMANTE [...] CLÁUSULA DE NÃO CONCORRÊNCIA. VALIDADE. OBSTÁCULO PARA O INGRESSO NO MERCADO DE TRABALHO. 1.1 - A jurisprudência desta Corte tem se firmado no sentido de que, conquanto a estipulação de cláusula de não concorrência cinja-se à esfera de interesses privados do empregador e do empregado, imprescindível para o reconhecimento da validade de tal ajuste a observância a determinados requisitos, dentre os quais: a estipulação de limitação territorial, vigência por prazo certo e vantagem que assegure o sustento do empregado durante o período pactuado, bem como a garantia de que o empregado possa desenvolver outra atividade laboral” (RR 2529-21.2011.5.02.0003, Rel. Min. Delaíde Miranda Arantes, Segunda Turma, julgado em 16/03/2016, DJ 01/04/2016).

No mesmo caso, o TST entendeu que, ao ferir o requisito de “vantagem que assegure o sustento do empregado durante o período pactuado”, deu-se, ainda, causa para danos morais *in re ipsa* do reclamante.

Ainda que, *a priori*, a relação entre os acionistas não pode ser vista como trabalhista – salvo se preenchidos os requisitos estabelecidos na legislação do trabalho – torna-se recomendável preencher os requisitos estabelecidos pelo TST em caráter preventivo. Tal cuidado deve ser tomado especialmente quando a cláusula de *non-competere* vincula também colaboradores estratégicos.

Fato é que a jurisprudência recente tem admitido a aplicação da cláusula de não-concorrência apenas nos casos em que a parte cuja atividade comercial encontra-se limitada seja efetivamente indenizada (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 453). Assim, muitos contratantes passaram a estabelecer o pagamento mensal de valor indenizatório, no montante da última remuneração percebida, ao fundador que sair da empresa enquanto durar a previsão do *non-competere* (WITTE, 2017, p. 121).

⁵⁰ “Art. 5º [...] XIII - é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer”.

Sérgio Botrel destaca que, na eventualidade que as partes escolham pelo pagamento único indenizatório para a não-concorrência, é recomendável a inclusão de declaração expressa atestando que parte do preço é contraprestação do *non-competete* de modo a evitar futura alegação de invalidade da obrigação (BOTREL, 2017, p. 326-326).

Além da descrição minuciosa do objeto abrangido pela cláusula de *non-competete* e a remuneração indenizatória, a delimitação temporal e espacial é cuidado necessário a ser tomado pelo FIP ao requerer cláusula de *non-competete*, de modo a impedir que a previsão seja invalidada ou revista judicialmente.

A prática estabeleceu como sendo o prazo médio de 5 anos para a delimitação temporal, com base na previsão análoga nos casos de alienação do estabelecimento comercial contida no Código Civil⁵¹. A delimitação espacial, por sua vez, diz respeito à extensão territorial da obrigação de não fazer, que deve estar expressamente contida no acordo de acionistas (BOTREL, 2017, p. 326).

Variável da cláusula de *non-competete* é a cláusula de *non-solicitation* (ou não-solicitação), que busca evitar que os antigos fundadores da *Startup* contratem, ou sequer entrem em contato, com antigos colaboradores, clientes ou parceiros (OLIVÉRIO, 2016, p. 63). Assim como as demais cláusulas restritivas de liberdade apresentadas neste subcapítulo, a cláusula de *non-solicitation* também está sujeita às limitações de tempo, duração e objetivo, nos termos da cláusula de *non-competete* (REIS, 2018, p. 122).

4.3. CLÁUSULAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As cláusulas de governança corporativa, como o próprio nome entrega, são aquelas que impõem adaptações à realidade da *Startup*, de modo que passem a ser adotados parâmetros

⁵¹ O art. 1.147 do Código Civil estabelece que “não havendo autorização expressa, o alienante do estabelecimento não pode fazer concorrência ao adquirente, nos cinco anos subsequentes à transferência”. André Cruz destaca, contudo, que o objetivo de tal dispositivo é a prevenção de concorrência desleal, através de desvio de clientela (CRUZ, 2019, p. 139). Nas palavras do autor, “o adquirente do estabelecimento empresarial tem em vista a clientela do alienante, razão pela qual o restabelecimento deste, na medida em que pode, claramente, desviar a clientela, que tende a segui-lo, configura ofensa ao princípio da boa-fé objetiva, no âmbito da qual se inclui a legítima expectativa do adquirente de ‘herdar’ a clientela atrelada ao estabelecimento empresarial por ele adquirido” (CRUZ, 2019, p. 137). O mesmo se aplica ao investimento de *Venture Capital* em *Startups*, uma vez que o FIP tem interesse em impedir que o fundador monte negócio concorrente, aproveitando-se da expertise adquirida com o desenvolvimento da *Startup* em razão o aporte financeiro realizado pelo investidor (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 452).

de organização interna mais exigentes e apurados, valorizando, através de tais mudanças, a *Startup*, ainda que de maneira indireta⁵².

Otávio Yazbek esclarece que

Governança corporativa pode ser compreendida, muito mais adequadamente, como um amplo conjunto de arranjos jurídicos, culturais e institucionais que determina (i) o que as companhias abertas podem fazer, (ii) quem as controla, (iii) como se controle é exercido e (iv) como os riscos e resultados das atividades das companhias são alocados (YAZBEK, 2014, p. 122).

Entretanto, ainda que se mantenha a crença comum de que tais práticas são adequadas somente para empresas de grande porte, a verdade é que a governança corporativa é um modelo de administração passível de ser aplicado a qualquer empresa, a despeito do seu estágio de desenvolvimento (CVM, 2014, p. 156).

Mas, ainda que os princípios e práticas de governança corporativa possam ser aplicados a qualquer tipo de organização, sua adoção é custosa para a *Startup*, que tende postergar a ação de tais medidas para fases posteriores do ciclo de crescimento. Conforme destaca Rodrigo Menezes e Juliene Piniano,

Em que pese tais práticas [as mais exigentes] de governança serem recomendáveis, as mesmas impõem um custo às sociedades investidas que, a depender do seu porte e estágio de desenvolvimento, acaba comprometendo a viabilidade do investimento. A ICVM 578⁵³ dispensou o cumprimento de certas práticas de governança para empresas de portes menores até que as mesmas atinjam um estado de maturidade e faturamento suficientes para adotar uma estrutura robusta de governança. Tal inovação veio ao encontro de uma demanda do mercado, pois não fazia sentido financeiro para as empresas em estágio inicial incorrer nos custos relacionados a essas práticas de governança, adotando uma complexidade maior para sua estrutura de gestão (MENEZES; PINIANO, 2017, p. 407-408).

Entretanto, conforme exposto acima, na medida em que a *Startup* se desenvolve, saindo do estágio inicial de desenvolvimento para os estágios mais evoluídos, a exigência dos níveis de governança corporativa inevitavelmente aumenta, de maneira progressiva (FALCÃO, 2017, p. 32-34). Exemplo disso é a diferença entre as dispensas de prática de governança corporativa existentes na ICVM nº 578/2016 para os FIPs *Capital Semente*, tradicionais de investimento de *Seed Capital* e *Venture Capital*, e FIPs *Empresas Emergentes*, que são tradicionais de investimentos de *Private Equity*.

⁵² Nesse sentido, Rodrigo Dufloth ensina que, num cenário de extrema competitividade na busca por investimentos, tal qual o das *Startups*, a adoção de boas práticas de governança corporativa acaba se tornando uma vantagem competitiva (DUFLOTH, 2017, p. 177).

⁵³ As orientações da ICVM nº 578/2016 acerca das práticas de governança corporativa para os FIPs, dispostas no art. 8º da referida Instrução, foram objeto de estudo do Capítulo 3 do presente trabalho.

Em ambas as modalidades de investimento, por serem realizados majoritariamente em *Startups* organizadas em sociedades anônimas – ainda que a modalidade de FIP Capital Semente permita o investimento em sociedades limitadas –, certos cuidados passam a ser exigidos, tais qual a criação de órgãos estatutários, de modo a se adequar ao disposto na Lei de Sociedades Anônimas⁵⁴.

Não por menos, no âmbito de estratégia dos FIPs as práticas boas de governança corporativa são fundamentais (DUFLOTH, 2017, p.175). Tais previsões acabam por ser recorrentes nos acordos de investimento porque algumas das prerrogativas normalmente exigidas pelos FIPs seriam decididas, na ausência de regra específica, pela maioria do capital votante (RODRIGUES, 2019, p. 42), o que prejudicaria o FIP enquanto acionista minoritário.

Para além das práticas exigidas pelo art. 8º da ICVM nº 578/2016, um exemplo é a exigência, recorrente por parte dos FIPs, de escolha de um dos membros que irá compor o Conselho de Administração. Isso porque, conforme destacado por diversas vezes no presente trabalho, o investimento em *Venture Capital* é caracterizado pela participação do FIP na estrutura administrativa da *Startup* investida (REBELO, 2013, p. 1.815-1.832).

Exemplo recorrente é a nomeação de *Chief Financial Officer* (CFO), que é o responsável pelo gerenciamento da parte financeira da *Startup*. Por ser o representante com influência direta no orçamento e na alocação de recursos, acaba por ser a figura decisória na escolha da linha de pesquisa ou no projeto a ser seguido (WITTE, 2017, p. 123).

As práticas de governança corporativa são, também, utilizadas como um mecanismo para reduzir as assimetrias informacionais e os conflitos de agência existentes nas relações de investimento. Assimetria informacional é quando “uma das partes sabe mais do que a outra sobre o bem ou outros fatos que possam desbalancear a operação em seu favor” (DUFLOTH, 2017, p. 117). Conflito de agência, por sua vez, decorre

da separação entre propriedade e administração da empresa, situação a qual os proprietários (acionistas) delegam o poder de gestão da companhia aos agentes especializados (administradores/gestores), os quais nem sempre terão seus interesses alinhados com os proprietários (SILVA, 2016, p. 73).

Em suma, as práticas de governança corporativa visam proteger as partes envolvidas no investimento, sejam os investidores, a própria empresa, os empregados ou os credores (CVM, 2002, p. 01), através da adoção, no cotidiano e no modelo de administração da empresa,

⁵⁴ As previsões acerca do Conselho de Administração e Diretoria estão no Capítulo XII da LSA, enquanto os dispositivos acerca do Conselho Fiscal estão no Capítulo XIII da mesma Lei.

dos princípios da transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (CVM, 2014, p. 167).

Conforme definido pela CVM, transparência é, além da obrigação de informar, a disponibilização, mediante simples requerimento, às partes interessadas de informações que sejam de seu interesse. Nessa linha, equidade é o tratamento justo de todos os sócios e partes interessadas. Prestação de contas, por sua vez, é a exposição de motivos, ações e omissões dos agentes de governança, de modo que possam assumir as consequências, se cabíveis. Por fim, responsabilidade corporativa é o dever de zelar pela sustentabilidade a empresa, inclusive através da adoção de políticas de ordem social e ambiental nos negócios e operações, expandindo o escopo da companhia para além da busca pelo retorno financeiro (CVM, 2014, p. 168-169).

Para finalizar, é importante destacar que, conforme leciona Rodrigo Dufloth, a governança corporativa é uma atividade em movimento e em evolução, uma vez que mercados se desenvolvem, resultando em mecanismos regulatórios em constante alteração (DUFLOTH, 2017, p. 177), cabendo ao FIP e à *Startup* acompanhar esse desenlace em busca de contínua readequação.

4.4. CLÁUSULAS DE GARANTIA DE LIQUIDEZ

Conforme apresentado no Capítulo 2 do presente trabalho, o investimento em *Venture Capital* pressupõe um momento de desinvestimento, através do qual o FIP se retira da empresa investida. Ainda que o FIP objetive realizar a saída do investimento vendendo suas ações por preço superior ao pago inicialmente pelo FIP, auferindo lucro, é possível que o investimento dê errado e que a falta de liquidez do ativo coloque o investidor em situação delicada (MENEZES; ALEXANDRINO; 2016, p. 454).

Independente do cenário em que venha a ocorrer o desinvestimento, fato é que o FIP possui interesse de, no momento em que decidir realizar a saída, garantir que os demais acionistas não sejam fator impeditivo. O acordo de acionistas permite que sejam negociadas diversas possibilidades de cláusulas que permitem resguardo da liquidez do investimento, que serão detalhadas a seguir, ainda que de maneira não exaustiva.

Inicialmente, a cláusula de *tag along* (direito de venda conjunta)⁵⁵ diz respeito a um direito de saída outorgado, via acordo de acionistas, aos acionistas minoritários, caso venha a ocorrer alienação de participação societária – sendo que, especificamente nos investimentos em *Venture Capital*, essa alienação, por parte dos demais acionistas, se trate de alienação de controle. Assim, a cláusula de *tag along* estabelece que “a alienação, direta ou indireta, do controle somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta de aquisição das participações societárias de titularidade dos demais acordantes” (BOTREL, 2017, p. 346).

O acionista que optar por fazer valer a cláusula de *tag along* deve se sujeitar aos termos de venda negociados, não podendo questioná-los. Ao mesmo tempo, caso não esteja de acordo com as condições pactuadas, não há obrigação de realizar a venda conjunta (CRAVEIRO, 2013, p. 101). O comprador, por outro lado, caso queira perfectibilizar a transação, é obrigado a honrar com a cláusula de *tag along*, caso venha a ser acionada (PONTES, 2019, p. 163).

Conforme dito anteriormente, nas operações de *Venture Capital* o FIP adquire participação minoritária na companhia investida, de modo que a cláusula de *tag along* é utilizada como um mecanismo protetivo. Através dela, é possibilitado ao investidor preferir, ou não, “ter o direito de alienar a sua participação em conjunto com o fundador que correr o risco de ver a Startup mudar de rumos em razão de uma troca de controle” (REIS, 2018, p. 124).

Através do exercício da cláusula de *tag along*, o FIP possui uma saída à alternativa de ter que conviver com novo acionista que, ao seu ver, pode não corresponder aos interesses que motivaram o investimento inicial. Ao mesmo tempo, a saída através do *tag along* permite que FIP, enquanto acionista minoritário, se beneficie da negociação entre o acionista majoritário e terceiros, provavelmente decorrente de boa avaliação econômica (*valuation*) da companhia (SILVA, 2017, p. 167) – essa vantagem ao acionista minoritário permite a sua participação no chamado “prêmio de controle”, decorrente da valorização natural das ações que representam o controle acionário da companhia (MUNIZ, 2015, p. 343).

Além do meio tradicional de se utilizar do *tag along*, Mariana Conti Craveiro apresenta um segundo uso que pode ser aproveitado pelo FIP, qual seja:

⁵⁵ Desde já, importante destacar que se trata de direito de venda conjunta diverso àquele pactuado no *caput* art. 254-A da LSA, a saber: “A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle”.

Por fim, também o fundo pode estipular cláusula de *tag along* com acionistas – especialmente se fundamentais ao êxito do negócio – para não mais permanecer na sociedade se um acionista específico manifestar a intenção de vender sua participação (CRAVEIRO, 2013, p. 104).

Outra cláusula de garantia de liquidez frequentemente adotadas nos acordos de acionistas entre *Startups* e FIPs de *Venture Capital* é a cláusula de *drag along* (direito de venda forçada, direito de exigir venda ou direito de arraste).

O *drag along* consiste no direito de uma das partes do acordo de acionistas – sendo, geralmente, o sócio controlador – exigir que, na eventualidade venha a decidir vender sua parte da companhia, os demais acionistas integrem a venda, nas mesmas condições (RODRIGUES, 2019, p. 44). Essas cláusulas estão, normalmente, sujeitas a preço mínimo previamente acordado que, não cumprido, torna o direito de arraste inexecutável (SILVA, 2017, p. 167).

Percebe-se, portanto, que o *drag along* é o inverso do *tag along*: por quanto esse último é um direito de acompanhar venda vantajosa, aquele é uma obrigação de acompanhar venda, uma vez cumpridos os requisitos acordados (PONTES, 2019, p. 163). Em outras palavras, o “acionista vinculado ao *drag along* encontra-se, portanto, em situação de sujeição, correspondente ao direito potestativo o credor de solicitar a inclusão das ações no pacote negociado” (CRAVEIRO, 2013, p. 101).

Essa cláusula é frequentemente utilizada como estratégia para permitir saída futura de investidores, que normalmente ingressam no quadro acionário de uma companhia com objetivo de desinvestir após certo período, preferencialmente com ganho sobre o valor inicialmente aportado, em busca de novas oportunidades (CRUZ, 2019, p. 479). Através da inclusão do *drag along*, impede-se que a participação minoritária, que pode ser indesejada pelo futuro comprador, trave o negócio (MUNIZ, 2015, p. 344).

Entretanto, na realidade dos investimentos em *Venture Capital*, a cláusula de *drag along* dá lugar à cláusula de *drag along* inverso, que nada mais é o direito de arraste concedido ao investidor, ou seja, ao FIP, a despeito da sua posição enquanto acionista minoritário (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 454-455). A exigência dessa cláusula por fundos de investimento deriva do desejo de “aumentar as suas possibilidades de alienar a participação societária que possuem na startup, já que poderão encontrar compradores que desejem adquirir o negócio somente em sua totalidade” (REIS, 2018, p. 124-125).

Em apurada análise, Harm F. de Vries, Menno J. Van Loon e Sjoerd Mol sintetizam a importância do direito de arraste para os investidores nas operações de *Venture Capital*:

The drag-along right enables the investors to sell the company regardless of the fact that they may only hold a minority stake in the company and notwithstanding that the other shareholders [...] and management board and supervisory board may not be supportive of the deal. This ability provides the investors with control over the execution and timing of the sales price and eases the process of pre-sale marketing and negotiations (DE VRIES; VAN LOON; MOL, 2017, p. 123)⁵⁶.

Evidente que tal previsão contratual pode ser delicada aos acionistas majoritários, especialmente os fundadores da *Startup*, que não desejam correr o risco de ter que sair da empresa em momento economicamente desfavorável ou que a empresa não tenha atingido um nível de valorização suficientemente interessante aos fundadores. A prática permitiu, então, a criação de alguns mecanismos de cerceamento do direito de arraste do FIP, tais quais: (i) a definição de um valor mínimo de *valuation* da *Startup*, de modo a garantir um preço razoável pela participação vendida; (ii) hipóteses de vencimento do exercício de *drag along*, seja por transcurso de tempo ou evolução do empreendimento; (iii) a exigência de um período de carência mínimo antes que possa ser posto em prática a obrigatoriedade e venda conjunta; e (iv) estabelecer o direito, por parte dos acionistas majoritários, de comprarem a participação do investidor nas mesmas condições ofertadas por terceiro, através de direito de preferência (WITTE, 2017, p. 117-118).

Outra cláusula que visa resguardar a liquidez do investimento frequentemente utilizada nas relações entre FIPs e *Startups* é a *put option*, também conhecida como opção de venda⁵⁷. Trata-se de medida radical de desinvestimento, adotada nos casos de insucesso, em que a posição do investidor acaba por se tornar praticamente ilíquida (REBELO, 2013, p. 1815).

Trata-se de outorga de direito (e não dever) de um acionista de vender sua participação na sociedade – e o conseqüente dever dos demais acionistas de adquirirem tal participação – na forma previamente acordada, normalmente contendo critérios de avaliação do preço das ações no momento da venda (BOTREL, 2017, p. 344).

⁵⁶ Em tradução livre, “o direito de arraste permite que os investidores vendam a companhia independentemente do fato de que eles talvez tenham apenas parcela minoritária da companhia e a despeito de que os outros acionistas, comitê de diretores ou comitê de fiscalização talvez não apoiem o negócio. Essa habilidade fornece ao investidor o controle sobre a execução e o momento do preço de venda e facilita o processo de marketing de pré-venda e negociações”.

⁵⁷ Além da opção de venda, que será tratada detalhadamente no presente Capítulo, há, ainda, a possibilidade de inclusão de opção de compra nos acordos de acionistas. Trata-se da faculdade do titular exercer a opção de compra de participação acionária, aumentando sua parcela no investimento, uma vez cumpridos determinados critérios pré-determinados (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 121-122).

Entretanto, como ensina Nikolai Sosa Rebelo, a opção de compra não é lógica para os FIPs de *Venture Capital*, uma vez que possuem “objetivos exclusivamente financeiros, ou seja, no final, para esses investidores, interessa mesmo o retorno dos investimentos com lucro, e não ter direito de aquisição das demais ações da companhia. Essa opção é mais útil para aqueles investidores estratégicos, que investem com a possibilidade de incorporar a companhia na qual investiram” (REBELO, 2013, p. 1.815).

Sobre a avaliação econômica da participação no momento do exercício das opções (seja de compra ou de venda), Amanda Visentini Rodrigues, ao destacar a importância que se estabelecer critérios objetivos para o cálculo do valor das ações, reitera que o preço final deve ser “justo e atual, de modo que possa remunerar suficiente e adequadamente aquele que aliena a sua participação no capital social da sociedade” (RODRIGUES, 2019, p. 44).

Entretanto, conforme pontuam Rodrigo Menezes e Julio Alexandrino, por vezes o valor definido para as ações é apenas simbólico, tendo a cláusula de *put option* a função única de garantir que o FIP possa encerrar sua participação, ainda que, para isso, tenha que realizar prejuízo para evitar futuras perdas maiores (MENEZES; ALEXANDRINO, 2016, p. 455).

Fato é que, dada sua importância, é primordial que, ao estabelecer a possibilidade de opção de venda, os contratantes elenquem exaustivamente as condições, fatos ou eventos que darão azo à sua utilização (RODRIGUES, 2019, p. 43), evitando que o exercício de tal cláusula contratual resulte em conflito dentro do grupo de acionistas.

Por fim, a prática recente tem adotado, cada vez mais, a utilização da cláusula de *shot gun* nos contratos de investimento. Conforme definida por Sérgio Botrel, a cláusula de *shot gun* é “previsão contratual que dispõe que um sócio poderá oferecer sua participação societária a outro, por preço determinado, e o outro terá a obrigação de comprá-la ou de vender a sua, pelo mesmo preço” (BOTREL, 2017, p. 348). Assim, na eventualidade de que estejam ocorrendo divergências preocupantes entre os acionistas, de maneira constante, um deles pode acionar a cláusula de *shot gun* e dar início ao procedimento de compra das ações do outro ou venda das suas próprias ações (CRUZ, 2019, p. 422).

Tal cláusula objetiva criar um procedimento formal, objetivo e eficaz para a resolução de disputas insuperáveis entre os participantes da sociedade que, tamanha a magnitude, tornariam a permanência dos acionistas conflitantes um risco de prejuízo irreparável para a *Startup* (SILVA, 2017, p. 169).

Veja-se que, independentemente da escolha adotada pelos FIPs e pelas *Startups* no acordo de acionistas, as cláusulas apresentadas neste subcapítulo funcionam como uma maneira de garantir ao FIP que, no momento em que escolher realizar o desinvestimento, não terá a sua saída dificultada pelos demais acionistas, desde que preenchidas as condições pré-estabelecidas no próprio acordo.

4.5. CLÁUSULAS DE MÉTODOS ALTERNATIVOS DE RESOLUÇÃO DE CONFLITOS

Assim como nos demais instrumentos contratuais da seara empresarial, é recomendável que o acordo de acionistas estabeleça um mecanismo de resolução de conflitos entre seus assinantes. De modo geral, as possibilidades de escolha se limitam ao sistema judicial brasileiro ou ao procedimento de arbitragem, *ad hoc* ou institucional⁵⁸, sendo que ambos são, via de regra, antecedidos por tentativas de negociação e mediação, visando a manter relação amigável entre os acionistas.

A escolha pela arbitragem pode se dar por cláusula compromissória no próprio acordo de acionistas, como também por compromisso arbitral em separado. A primeira é, comumente, feita *in abstracto*, antes da ocorrência de qualquer conflito, deixando predeterminada a via arbitral como a única apta para resolução de controvérsias. A segunda, por sua vez, tradicionalmente é feita *in concreto*, após a superveniência de conflito a ser dirimido, sendo documento necessário para o início do procedimento arbitral quando não há cláusula compromissória prévia (FINKELSTEIN, 2014, p. 320-321).

É necessário especial cuidado na redação da cláusula compromissória, de modo que haja clareza em seu conteúdo, “para que a arbitragem possa cumprir sua finalidade, além de demonstrar com clareza inequívoca a vontade das partes, evitando assim que as sociedades ou seus sócios/acionistas/quotistas venham questionar no Judiciário sua validade” (FINKELSTEIN, 2014, p. 321).

O uso da arbitragem em acordos de acionistas de sociedades anônimas é amplamente aceito pela melhor doutrina, ainda que não haja cláusula compromissória específica no estatuto social, desde que se observe a limitação do objeto do litígio aos direitos patrimoniais disponíveis (CRUZ, 2019, p. 501). Entretanto, caso haja esta previsão estatutária, André Santa Cruz (2019, p. 501) destaca a importância de estar atento a eventuais incongruências entre as cláusulas arbitrais do estatuto social e do acordo de acionistas.

A popularização da arbitragem no meio empresarial brasileiro se deu, principalmente, pela constante insatisfação com a litigância judicial no âmbito do Direito Empresarial,

⁵⁸ Cláudio Finkelstein esclarece que a arbitragem *ad hoc* não é necessariamente conduzida dentro de um formato processual pré-existente, de modo que as partes podem convencionar as normas, diretrizes e regras procedimentais que entenderem por convenientes (FINKELSTEIN, 2014, p. 319). A arbitragem institucional, por sua vez, ocorre em instituições especializadas, conforme suas próprias regras, que foram previamente analisadas e aceitas pelas partes.

especialmente em função da demora dos procedimentos, da falta de conhecimento específico técnico para determinados assuntos, da publicidade do processo (que é fato delicado em se tratando da reputação de empresas) e da falta de previsibilidade da jurisprudência (REBELO, 2013, p. 1.849).

O crescimento da demanda pelas câmaras de arbitragem para as disputas societárias e de mercado de capital foi tamanho que a Bovespa, atual B3, criou, em 2001, a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). A CAM possui regras próprias e um quadro de árbitros especializados e pode ser utilizada por qualquer investidor ou empresa, seja ou não de capital aberto⁵⁹. Sua criação, bem como de outras câmaras de arbitragem especializadas, incentivou a confiança dos agentes dos mercados brasileiros e estrangeiros, estimulando a adoção da arbitragem em território nacional (REBELO, 2013, p. 1.849).

Dentre as vantagens do procedimento arbitral comumente elencadas, é possível destacar a maior autonomia das partes; a flexibilidade do procedimento; a rapidez do procedimento; a especialização, independência e imparcialidade⁶⁰ dos árbitros, apontados pelas partes; e a escolha da jurisdição e da lei aplicada ao procedimento. Entretanto, um dos maiores atrativos da arbitragem, senão o mais expressivo dentre todos, é a confidencialidade do procedimento arbitral, muitas vezes necessária na realidade empresarial (HANSZMANN; HERMETO, 2017, p. 95).

De fato, a confidencialidade⁶¹ do procedimento e o sigilo da sentença arbitral permite a solução de conflitos empresariais, entre os próprios acionistas e/ou com terceiros, ao mesmo tempo em que protege as relações internas e externas, evitando danos à confiança do mercado e à reputação a empresa (FINKELSTEIN, 2014, p. 319).

É certo que a confidencialidade não é absoluta na arbitragem, estando sujeita a ajustes, a depender do caso. Dentre as situações que excepcionam e se sobrepõem à confidencialidade,

⁵⁹ Mais informações podem ser obtidas na aba específica da CAM no site oficial da B3: <http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/sobre-a-cam/>. Acesso em 26 de setembro de 2020.

⁶⁰ Conforme esclarecido por Noah Rubins e Bernhard Lauterburg, “*Independence relates to the lack of relations with a party that might influence an arbitrator’s decision. Impartiality, on the other hand, concerns the absence of bias or predisposition toward one of the parties*” (2010, p. 154-155). Em tradução livre: “Independência se relaciona com a falta de relações com a parte que possa influenciar a decisão do árbitro. Imparcialidade, por outro lado, é sobre a ausência de parcialidade ou predisposição em direção a uma das partes”. Ademais, por força do art. 14 da Lei nº 9.307/96, aplicam-se aos árbitros os mesmos impedimentos e hipóteses de suspeição previstos no Código de Processo Civil na atuação dos juízes em procedimento judicial.

⁶¹ A confidencialidade pode ser pactuada expressamente na cláusula compromissória ou compromisso arbitral ou por remissão ao regulamento de uma instituição que a inclua dentre suas normas procedimentais (HANSZMANN; HERMETO, 2017, p. 103).

está a obrigação das companhias abertas de divulgarem informações relevantes ao mercado, em nome do interesse público na proteção dos investidores e no bom funcionamento do mercado de capitais (HANSZMANN; HERMETO, 2017, p. 95-98). Entretanto, forçoso reconhecer que as operações de *Venture Capital*, apesar de normalmente resultarem no formato de sociedade anônima, dificilmente envolvem a abertura de capital, de modo que a quebra de confidencialidade por interesse público não deve ser preocupação dos Fundos de Investimentos ou das *Startups* envolvidas em tais operações.

Importante ressaltar que o uso da arbitragem não deve ser adotado de maneira indiscriminada pelos investidores e pelas próprias *startups*, especialmente em se tratando de operações de *Venture Capital*. Conforme apontado por Giulliano Tozzi Coelho e Luiz Gustavo Garrido, os custos de uma arbitragem, tradicionalmente mais elevados que o procedimento judicial, podem inviabilizar sua utilização como mecanismo de resolução de conflito em *Startups*, especialmente para os fundadores, que são menos capitalizados (COELHO; GARRIDO, 2016, p. 129).

Não suficiente, ainda que se observe, via de regra, maior celeridade nas arbitragens, a ausência de prazos e fases definidas podem, a depender do caso, retardar a resolução do conflito, especialmente quando passível ou necessária a intervenção do judiciário no meio do procedimento (FINKELSTEIN, 2014, p. 316).

Além disso, nos últimos anos, observou-se uma tendência de retorno gradual ao Poder Judiciário para a resolução de conflitos de matéria empresarial. Moacir Zilbovicius e Bruno Duque, advogados de referência na prática de fusões e aquisições no Brasil, em recente palestra no I Curso de Introdução à Fusões e Aquisições do *Center for Merger and Aquisitions Studies at University of São Paulo (CM&A USP)*, destacaram duas das principais possíveis razões para tal movimento: a especialização de algumas varas judiciais nas principais capitais do país, especificamente São Paulo e Rio de Janeiro, para os conflitos envolvendo Direito Empresarial, e a maior acessibilidade dos membros do Judiciário em comparação aos árbitros brasileiros, que costumam deixar a desejar no atendimento às partes devido à quantidade de trabalho com a qual lidam. Os palestrantes pontuaram, entretanto, que, em relações comerciais em que uma das partes é estrangeira, a arbitragem ainda acaba sendo a escolha mais adequada (2020, 1h19m50s-1h25m23s).

Importante destacar que o inciso IV do art. 8º da ICVM nº 578/2016 estabelece a adesão a câmara de arbitragem para conflitos societários como prática de governança

obrigatória para as companhias fechadas investidas por FIPs, ainda que tal requisito não seja obrigatório para a modalidade de Capital Semente (inciso II do art. 15 da ICVM nº 578/2016) e de Empresas Emergentes (inciso II do art. 16 da ICVM nº 578/2016).

Ao fim, cabe às partes, com o auxílio dos seus advogados, a análise e decisão acerca do melhor método resolutivo para conflitos que possam surgir do acordo de acionistas.

5. CONCLUSÃO

As particularidades inerentes às operações de Venture Capital, a partir de FIPs Capital Semente, em Startups brasileiras, tornaram necessário o desenvolvimento de mecanismos contratuais, através de cláusulas específicas utilizadas em acordo de acionistas, para garantir a segurança – e, especialmente, liquidez – do investimento realizado.

Entretanto, conforme visto, a adoção de institutos jurídicos estrangeiros, notadamente aqueles de sistemas jurídicos de Common Law, não é tarefa simples ou que possa ser desmerecida pelas partes ou pelo operador do Direito.

Pelo contrário, o capítulo inicial do presente trabalho pode demonstrar que o risco envolto nas operações de Venture Capital, bem como a atmosfera de mudanças constantes que envolvem o surgimento e desenvolvimento das Startups, levam à imposição de certas exigências por parte do investidor.

As duas principais exigências foram analisadas no presente trabalho sendo elas a efetiva participação na gestão e na política da sociedade investida e a facilidade de liquidação da participação acionária no momento em que seja atrativo, ao investidor, realizar o desinvestimento, encerrando seu relacionamento com a Startup.

Contudo, conforme possível demonstrar no capítulo seguinte, a legislação brasileira sobre o tema está, ainda, em fase embrionária, em que pese as mudanças recentemente efetuadas no Código Civil através da Lei de Liberdade Econômica.

A regulamentação, normativa infralegal, por mais que que suficientemente constituída para esclarecer as estruturas e exigências mínimas envolvendo os fundos de investimento – tendo esse trabalho mantido o foco nos FIPs –, não gera a estes investidores a segurança necessária para um investimento de nível de risco tal qual o Venture Capital.

A partir dessa realização, torna-se clara a necessidade e adequação do acordo de acionista como instrumento de proteção ao FIP necessário para orientar a relação acionária que será firmada entre o fundo e a *Startup* com o aporte de recursos.

O capítulo final do trabalho, então, após apresentar, ainda que brevemente, o instrumento do acordo de acionistas, parte para a análise minuciosa das cláusulas que podem compô-lo, a depender do caso e do investimento em específico.

Nesse estudo, foram abordadas cláusulas passíveis de restringir os direitos dos acionistas, cláusulas de governança corporativa, cláusulas de garantia de liquidez, bem como cláusulas de resolução alternativa de conflitos.

O primeiro grupo é composto pelas restrições ao direito de voto, notadamente através da adoção de veto ou voto afirmativo pelo FIP, e pela imposição do direito de preferência. O segundo grupo traz as mudanças impostas pelo FIP e, algumas vezes, pela própria regulamentação da CVM, para que o investimento seja possível e para que seja alcançado o crescimento exponencial esperado da empresa investida.

O terceiro grupo trata das cláusulas que auxiliam o FIP no momento de desinvestimento, tendo o investimento sucedido ou não, ao facilitar a saída do investimento. O quarto grupo, por fim, trata da metodologia a ser adotada caso venham a surgir conflitos entre as partes, buscando mecanismos alternativos ao litígio, com foco na continuidade da relação contratual.

Através do estudo realizado, a autora acredita que tenha sido possível contribuir, ainda que minimamente, com a pesquisa acadêmica sobre a adoção do acordo de acionistas como instrumento de proteção ao FIP em operações de Venture Capital.

6.REFERÊNCIAS

ABLA, Maristela Sabbag. Sucessão Empresarial – Declarações e Garantias – o Papel da *Legal Due Diligence*. In: ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.); CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). **Reorganização Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 100-122.

ANJOS DO BRASIL. **Guia de investimento anjo & Documentos legais - Versão 02**. Disponível em: <<https://www.anjosdobrasil.net/guia.html>>. Acesso em 19 de março de 2020.

ARAGÃO, Leandro Santos de. Dever de Informar e Operações de Reorganização Societária – procedimento preparatório e as informações assimétricas. In: ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.); CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). **Reorganização Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 52-98.

ARBIX, Daniel. Conflitos de interesse em *startups*. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 195-212.

Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP. **Como funciona a indústria de private equity, seed e venture capital**, 2015. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Guias/2726.pdf>>. Acesso em: 22 de março de 2020.

_____. **Consolidação de Dados 2020 – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil**, 2020. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4494.pdf>> . Acesso em 10 de outubro de 2020.

_____. **Estrutura dos Fundos de Private Equity e Venture Capital**, 2018. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4010.pdf>>. Acesso em 27 de junho de 2002.

Associação Brasileira de *Startups* – ABSTARTUPS. **O que é bootstrapping e como fazer**, 2017. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/o-que-e-bootstrapping-e-como-fazer/>>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

AZEVEDO, Júlio Cesar da Rocha Germano de. Inovação, *Startups* e o Direito. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 13-28.

BOTREL, Sérgio. **Fusões e aquisições**. 5ª edição. São Paulo: Saraiva, 2017.

BRANDÃO, Caio; SCHECHTMAN, David Casz; HANSZMANN, Felipe. Aspectos Gerais da Classificação dos Fundos de Investimento em Participações como Entidades de Investimento. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume III**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 197-222.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm>. Acesso em 26 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 26 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993**. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm>. Acesso em 16 de novembro de 2020.

_____. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996**. Dispõe sobre a arbitragem. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm>. Acesso em 26 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015**. Institui o Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. **Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019**. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. Superior Tribunal de Justiça. **REsp 1620702/SP**, Rel. Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva, Terceira Turma, julgado em 22/11/2016, DJe 29/11/2016.

_____. Tribunal Superior do Trabalho. **RR 2529-21.2011.5.02.0003**, Rel. Min. Delaíde Miranda Arantes, Segunda Turma, julgado em 16/03/2016, DJ 01/04/2016.

BUENO, Valmor de Fátima Ferreira. **Avaliação de risco na concessão de crédito bancário para micros e pequenas empresas**. Dissertação (Mestrado de Engenharia de Produção) do Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da UFSC. 2002. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/xmlui/handle/123456789/85695>>. Acesso em 04 de julho de 2020.

BULHOES PEDREIRA, José Luiz (coord.); LAMY FILHO, Alfredo (coord.). **Direito das Companhias**. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

CLAUDINO, Felipe. Ativismo 2.0: Os Cotistas de Fundos de Investimento. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume II**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 85-94.

COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. Dissecando o contrato entre *startups* e investidores anjo. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 115-130.

COMISSÃO DE DIREITO DAS *STARTUPS* DA OAB/SC. **Advogando para Startups: como começar**. E-book, 2020. Disponível em: <https://www.oab-sc.org.br/arquivo/update/331_58_5eea199264a37.pdf>. Acesso em 04 de outubro de 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001**. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>> Acesso em 16 de novembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 398 de 28 de outubro de 2003**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst398.html>>. Acesso em 17 de novembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2008**. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>>. Acesso em 16 de novembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>>. Acesso em 16 de outubro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 549, de 13 de novembro de 2013**. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. Disponível

em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>>. Acesso em 17 de novembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.** Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>>. Acesso em 06 de setembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016.** Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>> . Acesso em 15 de novembro de 2020.

_____. **Instrução CVM nº 588, de 13 de junho de 2017.** Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, da Instrução CVM nº 510, de 5 de dezembro de 2011, e da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst588.pdf>>. Acesso em 14 de outubro de 2020.

_____. **O mercado de valores mobiliários brasileiro.** 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

_____. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa,** 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>> Acesso em 27 de março de 2020.

COELHO, Giulliano Tozzi; GARRIDO, Luiz Gustavo. A Estruturação do investimento entre aceleradoras e *startups* no Brasil. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups.** 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 131-146.

COMPARATO, Fábio; FILHO, Calixto Salomão. **O poder de controle na sociedade anônima.** 6 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

COSTA REGO, Anna Lygia. **Confiança e Investimento Estrangeiro: Uma análise do Ambiente Jurídico Brasileiro.** São Paulo: Singular, 2013, p. 291.

CRAVEIRO, Mariana Conti. Alguns aspectos jurídicos do desinvestimento nas operações de *private equity*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). **Mercado de capitais**. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva 2013, p. 91-120.

CRUZ, André Santa. **Direito Empresarial**. 9ª ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2019.

CUMMING, Douglas J.; JOHAN, Sofia A. **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**. San Diego: Academic Press/Elsevier, 2009.

DEMARIA, Cyril. **Private Equity Fund Investments: New Insights on Alignment of Interests, Governance, Returns and Forecasting**. England: Palgrave Macmillan, 2015.

DE VRIES, Harm F.; VAN LOON, Menno J.; MOL, Sjoerd. **Venture Capital: deal terms (eKindle Edition)**. 1st print. Des Plaines: HMS Media Vof, 2016.

DIAS, Luciana; TRONCOSO, Maria Clara. Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume I**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 237-272.

DUFLOTH, Rodrigo. **A proteção do investidor em fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017.

DUQUE, Bruno; ZILBOVICIUS, Moacir. Negociação e Contratos Preliminares. In: **I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições do Center for M&A Studies at University of São Paulo (1h56m47s)**, 2020. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=2s&ab_channel=CM%26AUSP>. Acesso em 30 de novembro de 2020.

FALCÃO, João Pontual de Arruda. Uma visão 360º do Direito Brasileiro aplicável às startups. In: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 17-38.

FARIAS NETO, Pedro Sabino de. **Mercado Financeiro: enfoque na política econômica**. Curitiba: Juruá, 2015. 2ª Impressão, 2016.

FERREIRA, Renato Luis Bueloni. Fundo e clubes de investimento. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (coord.). **Mercado de capitais**. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva 2013, p. 171-206.

FINKELSTEIN, Cláudio. Arbitragem no Direito Societário. In: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. Série GVLaw. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 315-334.

FISCHER, Kenneth L. **Plan your prosperity: the only retirement guide you'll ever need, starting now, whether you are 22, 52 or 82**. New Jersey: John Wiley & Sons Inc., 2013.

FLACH, Pedro; SILVA, Layon Lopes da. Debêntures: o que são, sua regulamentação e utilização por sociedades limitadas. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 147-160.

FORGIONI, Paula A. **Contratos empresariais: teoria geral e aplicação**. 5ª ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

_____; OCHMAN, Renato. A “importação” de cláusulas e os riscos frente ao direito brasileiro. *Revista Valor Econômico*, 7 de novembro de 2002.

FREITAS, Bernardo Vianna. Fundos de Investimentos em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). *In*: FREITAS, Bernardo Vianna; VERSIANI, Fernanda Vale (org.). **Fundos de Investimento: Aspectos Jurídicos, Regulamentares e Tributários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza jurídica dos fundos de investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho; MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e aquisições: Prática Jurídica no M&A**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

GRAHAM, Benjamin; ZWEIG, Jason (comentários). **O investidor inteligente**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: HarperCollins Brasil, 2017.

GRAU, Eros. Prefácio. *In*: GRAU, Eros Roberto; FORGIONI, Paula A. **O Estado, a empresa e o contrato**. São Paulo: Malheiros, 2005.

HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e companhias abertas: confidencialidade e anúncio de fato relevante à luz das alterações da Instrução CVM nº 358. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume II**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 95-128.

HOGG, Wilson Alberto Zappa. **Lei das sociedades anônimas**. 2ª ed. Curitiba: Juruá, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança corporativa para startups & scale-ups**. São Paulo: IBGC, 2019. Disponível em: <https://www.anjosdobrasil.net/uploads/7/9/5/6/7956863/caderno_de_governan%C3%A7a_para_startups_e_scale-ups_ibgc.pdf> Acesso em 19 de março de 2020.

JÚDICE, Lucas Pimenta. Direito das *Startups* como um microssistema jurídico. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 13-16.

KPMG. *Venture Pulse Q4 2019: Global Analysis of venture funding*, 2020. Disponível em: <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/br/pdf/2020/01/br-venturepulse-q4-2019.pdf>> . Acesso em 12 de outubro de 2020.

LASRADO, Lester; LUGMAYR, Artur. *Crowdfunding in Finland: A New Alternative Disruptive Funding Instrument for Businesses. Proceedings of the 17th International Academic MindTrek Conference*. Tampere (Finland): Association for Computer Machinery (ACM), 2013, p. 194-201. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/259287628_Crowdfunding_in_Finland_A_New_Alternative_Disruptive_Funding_Instrument_for_Businesses>. Acesso em 30 de novembro de 2020.

LARRATE, Marco. **Governança Corporativa e Remuneração dos Gestores**. 1^a ed. São Paulo: Atlas, 2013.

LUPI, André Lipp Pinto Basto; KNOERR, Viviane Côelho de Séllos; OLIVEIRA, Juliano Siqueira de. **Anotações acerca do sistema financeiro brasileiro, mercado de capitais e a regulamentação do invested-based crowdfunding no Brasil**. *Brazilian Business Law Journal*, v. 4, n. 18, 2019. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/admrevista/article/view/4043>>. Acesso em 05 de dezembro de 2020.

MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz; MITIDIERO, Daniel. **Novo Código de Processo Civil comentado**. 2^a ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

MATTAR FILHO, Paulo. O Sistema de Proteção aos Credores nas Operações de Incorporação, Fusão e Cisão. *In*: ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.); CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (coord.). **Reorganização Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 310-334.

MEHTA, Kunal. *Finding Genius (eKindle Edition)*. Kunal Mehta®, 2019.

MENEZES, Rodrigo; ALEXANDRINO, Julio. Inovações e peculiaridades nas operações de Venture Capital no Brasil. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume I**. 3^a ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 447-456.

MENEZES, Rodrigo; PINIANO, Juliene. Inovações trazidas pela Instrução CVM 578 para Fundos de Investimentos em Participações. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume II**. 1^a ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017, p. 403-416.

MORAES, Alexandre de. **Constituição do Brasil interpretada e legislação constitucional**. 9^a ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MORETTI, Eduardo. Investimento-Anjo: Instrumentos Legais e os Impactos da Lei Complementar nº 155/2016. *In*: MORETTI, Eduardo (org.); OLIVEIRA, Leandro Antônio Godoy (org.). **Startups: Aspectos Jurídicos Relevantes**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018.

MUNIZ, Ian de Porto Alegre. **Fusões e Aquisições: Aspectos Fiscais e Societários**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MUNIZ, Joaquim de Paiva; PERETTI, Luis Alberto Salton. Os novos “Acordos de Cooperação e Facilitação de Investimentos” do Brasil: mais um capítulo da Odisseia brasileira de proteção de investimentos estrangeiros. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume I**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 185-204.

NYBO, Erik Fontenele. Memorando de entendimentos para pré-constituição de uma *startup*. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 29-38.

OIOLI, Erik Frederico. Por que um “direito para *startups*”? *In*: OIOLI, Erik Frederico (org.). **Manual de Direito para Startups**. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019, p. 11-16.

OIOLI, Erik Frederico; RIBEIRO JR., José Alves; LISBOA, Henrique. Financiamento da *Startup*. *In*: OIOLI, Erik Frederico (org.). **Manual de Direito para Startups**. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019, p. 99-146.

OLIVEIRA, Ana Carolina Borges. Diferenças e semelhanças entre os sistemas de *civil law* e *common law*. *In*: **Constituição, Economia e Desenvolvimento**. Curitiba: Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional, 2014, vol. 6, n. 10, p. 43-68. Disponível em: <<http://www.abdconst.com.br/revista11/diferencasAna.pdf>>. Acesso em 15 de outubro de 2020.

OLIVEIRA FILHO, Bolivar Godinho de. **Gestão de fundos de investimento: o seu guia para gestão de carteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2019.

OLIVÉRIO, João Otávio Pinheiro. Acordo de confidencialidade, não competição e não solicitação: a proteção de informações estratégicas e a restrição à liberdade criativa e a livre-iniciativa. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 51-68.

PELUSO, Cezar (coord.). **Código Civil comentado: doutrina e jurisprudência**. 9ª ed. Barueri: Manole, 2015.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 124.

PINTO JUNIOR, Mario Engler. A capitalização da companhia. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. Série GVLaw. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 255-286.

POTENZA, Guilherme Peres; LUIZE, Marcelo Shima. O processo de M&A de *Startups* investidas por fundos de *Venture Capital*. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 131-154.

PONTES, Evandro Fernando de. Saída do investimento. *In*: OIOLI, Erik Frederico (org.). **Manual de Direito para Startups**. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019, p. 147-166.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Direitos e Deveres dos Acionistas. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. Série GVLaw. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 61-108.

REBELO, Nikolai Sosa. **A Sociedade Empresária e a captação de recursos de *private equity* e *venture capital*: estudo interdisciplinar do financiamento empresarial**. 1ª ed. Porto Alegre: Buqui, 2013.

REIS, Edgar Vidigal de Andrade. **Startups: análise de estrutura societárias e de investimentos no Brasil**. São Paulo: Almedina, 2018.

RIES, Eric. **A startup enxuta**. Rio de Janeiro: Sextante, 2019.

RIZZARDO, Arnaldo. **Direito de empresa**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

RODRIGUES, Amanda Visentini. Aspectos societários da constituição de uma *startup*. *In*: OIOLI, Erik Frederico (org.). **Manual de Direito para Startups**. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019, p. 17-44.

RUBINS, Noah; LAUTERBURG, Bernhard. *Independence, Impartiality and Duty of Disclosure in Investment Arbitration*. *In*: SCHWENZER, Ingeborg (editora); KNAHR, Christina (editora); KOLLER, Christian (editor); RECHBERGER, Walter (editor); REINISCH, August (editor). **Investment and Commercial Arbitration - Similarities and Divergences**. Vienna: Eleven International Publishing, 2010, p. 153-180.

SILVA, Layon Lopes da. Governança corporativa para *startups*. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.); NYBO, Erik Fontenele. **Direito das Startups**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2016, p. 69-84.

SILVA, Marcus Alexandre da. Acordo de quotistas: ferramentas para a estabilidade e gestão de conflitos em *startups*. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 155-174.

TEIXEIRA, Tarcisio (coord.); LOPES, Alan Moreira (coord.). **Startups e inovação: direito no empreendedorismo**. Barueri: Manole, 2020.

TIBURCIO, Antonio Augusto; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Fundos de Investimento: A Vinculação do Gestor e do Administrador à Cláusula Compromissória Constante do Regulamento. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume III**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2018, p. 41-56.

VASCONCELLOS, Bernardo Fabião Barbeito de; THOMPSON, Filipe; MUNIZ, Igor. *Lawtechs* e inovações tecnológicas no mercado da advocacia. *In*: OIOLI, Erik Frederico (org.). **Manual de Direito para Startups**. 4ª tiragem. São Paulo: Thomsom Reuters Brasil, 2019, p. 211-224.

WITTE, Natalie Carvalho. Negociando um investimento: cláusulas e conceitos jurídicos no *Term Sheet*. *In*: JÚDICE, Lucas Pimenta (coord.). **Direito das Startups - Volume II**. 1ª ed. Curitiba: Juruá, 2017, p. 109-130.

YAZBEK, Otavio. As companhias abertas - sua caracterização, as vantagens e as desvantagens da abertura de capital. *In*: FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis (coord.); PROENÇA, José Marcelo Martins (coord.). **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. Série GVLaw. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 109-150.

_____. Limites do modelo de *private equity* no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos. *In*: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais - Volume I**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016, p. 369-392.

ZILBOVICIUS, Moacir; DUQUE, Bruno. **Aula 2 – Negociação e Contratos Preliminares – I Curso de Introdução às Fusões e Aquisições**. 2020 (1h50m27s). Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=NxED16S0szA&t=1s&ab_channel=CM%26AUSP>. Acesso em: 24 de setembro de 2020.